

**Sona, Pablo Andrés**

## **Análisis de viabilidad para el desarrollo de un modelo de negocio de inversión inmobiliaria basado en el crowdfunding en la Ciudad de Córdoba**

---

**Tesis para la obtención del título de posgrado de  
Magister en Dirección de Empresas**

**Director: Camussi, Luis Enrique**

Documento disponible para su consulta y descarga en Biblioteca Digital - Producción Académica, repositorio institucional de la Universidad Católica de Córdoba, gestionado por el Sistema de Bibliotecas de la UCC.

**INSTITUTO DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN**

**UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CÓRDOBA**

**Trabajo Final de Maestría en Dirección de Empresas**

**Título:** Análisis de viabilidad para el desarrollo de un modelo de negocio de inversión inmobiliaria basado en el *crowdfunding* en la ciudad de Córdoba.

**Autor:** Lic. Pablo Andrés Sona

**e-mail:** [pablosona@gmail.com](mailto:pablosona@gmail.com)

**Ciudad:** Córdoba

**Año:** 2018

## **RESUMEN DE CONTENIDO**

El presente trabajo busca explicar a través del desarrollo de un caso práctico, de qué forma se pueden aprovechar las nuevas tecnologías y la legislación existente para implementar un modelo de negocio basado en el *crowdfunding* en la ciudad de Córdoba, abriendo sus puertas a aquellos que deseen formar parte del mundo de las inversiones inmobiliarias.



**INSTITUTO DE CIENCIAS DE LA ADMINISTRACIÓN**

**TRABAJO FINAL DE  
MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**ANÁLISIS DE VIABILIDAD PARA  
EL DESARROLLO DE UN  
MODELO DE NEGOCIO DE  
INVERSIÓN INMOBILIARIA  
BASADO EN EL *CROWDFUNDING*  
EN LA CIUDAD DE CÓRDOBA**

**AUTOR: LIC. PABLO ANDRÉS SONA**

**DIRECTOR: MG. ENRIQUE CAMUSSI**

**CÓRDOBA 2018**

## **RESUMEN DE CONTENIDO**

El mundo avanza, y todos los días surgen nuevas tecnologías que modifican la forma tradicional de hacer las cosas. Nuevos materiales, procesos más eficientes, y cambios de paradigmas impulsan el cambio constante.

Algunos sectores se adaptan rápidamente a ello; otros, más tradicionales, pueden demorar un poco más. Pero tarde o temprano, todos dan el primer paso hacia una nueva etapa.

El sector de la construcción siempre se ha caracterizado por ser parte de un rubro tradicional. Durante cientos de años los avances tecnológicos en la forma de construir han sido escasos o nulos, haciéndolo de la misma forma que lo hacían nuestros ancestros. Pero en los últimos años, nuevos materiales y nuevas técnicas constructivas han aparecido para dar surgimiento a viviendas más eficientes, tanto desde su sistema constructivo como en su usabilidad.

Y lo mismo podría decirse respecto a la forma de invertir dentro del rubro inmobiliario: durante mucho tiempo, la posibilidad de participar dentro de este mercado estuvo circunscripta sólo a aquellas personas con gran poder adquisitivo y capacidad de ahorro.

Pero con la llegada de internet se ha modificado la ecuación, permitiendo ahora desarrollar nuevos esquemas de negocios que acercan las inversiones inmobiliarias a cualquier tipo de inversor, no siendo necesario contar con grandes sumas de dinero para ello.

El siguiente trabajo busca explicar a través del desarrollo de un caso práctico, de qué forma se pueden aprovechar las nuevas tecnologías y la legislación existente para implementar un novedoso modelo de negocio en la ciudad de Córdoba, abriendo sus puertas a todos aquellos que deseen formar parte del mundo de las inversiones inmobiliarias.

## **INDICE**

### **I. INTRODUCCIÓN**

1.1 Consideraciones Previas: descripción de la situación que da origen al tema .....	4
1.2 Objetivo General. ....	5
1.3 Objetivos Específicos. ....	5
1.4 Metodología de Trabajo. ....	5

### **II. ANÁLISIS EXTERNO**

2.1 Análisis del Entorno socio-político-económico .....	7
2.1.1 Ámbito Político. ....	7
2.1.2 Ámbito Económico. ....	11
2.1.3 Ámbito Socio Cultural. ....	23
2.2 Análisis del Sector de la Construcción en Córdoba. ....	27
2.2.1 Descripción del funcionamiento de las empresas desarrollistas inmobiliarias. ....	30
2.2.2 El Futuro de las Empresas Desarrollistas Inmobiliarias. ....	32
2.2.3 Realidad del Inversor Inmobiliario. ....	33
2.3 Conclusiones del Análisis Externo. ....	35

### **III. MODELO DE NEGOCIO**

3.1 <i>Crowdfunding</i> : el nuevo fenómeno de la financiación colectiva. ....	37
3.1.1 Tipos de <i>Crowdfunding</i> . ....	39
3.1.2 FODA del <i>Crowdfunding</i> . ....	41
3.1.3 Conclusiones sobre el <i>Crowdfunding</i> . ....	43
3.2 Aspectos Legales. ....	44
3.2.1 El contrato de Fideicomiso. ....	44
3.2.1.1 Concepto. ....	44
3.2.1.2 Caracteres. ....	46
3.2.1.3 Partes. ....	47
3.2.1.4 Objeto. ....	48
3.2.1.5 Extinción. ....	49

3.2.2 El Fideicomiso Financiero. ....	49
3.2.3 Conclusiones sobre los Aspectos Legales. ....	50
3.3 Esquema de Funcionamiento del Modelo de Negocio. ....	51
<b>IV. VIABILIDAD ECONÓMICO - FINANCIERA</b>	
4.1 Análisis y Detalle del Proyecto. ....	54
4.2 Plan de Negocio. ....	56
4.3 Flujo de Fondos. ....	58
4.3.1 Supuestos para la Confección del Flujo de Fondos. ....	58
4.3.2 Análisis de Escenarios. ....	61
<b>V. CONCLUSIÓN.</b> .....	67
<b>VI. BIBLIOGRAFÍA.</b> .....	70
<b>VII. ANEXOS</b>	
7.1 Anexo N° 1. ....	74
7.2 Anexo N° 2. ....	81
7.3 Anexo N° 3. ....	83
7.4 Anexo N° 4. ....	85
7.5 Anexo N° 5. ....	86
7.6 Anexo N° 6. ....	89
7.7 Anexo N° 7. ....	94
7.8 Anexo N° 8. ....	99

## **I. INTRODUCCIÓN**

### **I.1 Consideraciones Previas**

Desde comienzos del siglo 20 la economía argentina se ha caracterizado por mostrar grandes niveles de volatilidad: períodos de bonanza económica continuados de grandes crisis, con una marcada incertidumbre respecto a la evolución de las principales variables económicas.

A raíz de este contexto el mercado inmobiliario ha servido como un vehículo para el resguardo del valor de los activos monetarios de los argentinos, quienes históricamente han buscado en el ladrillo la seguridad que brinda (desde el punto de vista jurídico y económico) para mantener el valor de sus inversiones.

Sin embargo, la realidad económica actual impide que gran cantidad de personas puedan invertir en este mercado, como consecuencia de la inexistencia de líneas de crédito para el acceso a la vivienda.

Vale aclarar que desde el año 2015, y de la mano del gobierno actual del presidente Mauricio Macri, se ha intentado relanzar el crédito hipotecario a través de nuevos mecanismos de indexación. Pero aún estamos en una fase muy temprana como para poder evidenciar los resultados de esta medida, que a la fecha se encuentra con trabas burocráticas de parte de bancos, tanto públicos como privados, en un escenario inflacionario que no muestra signos de estar controlado en el corto/mediano plazo.

Todo lo anteriormente mencionado circunscribe la posibilidad de inversión a aquellas personas que cuentan con un gran poder adquisitivo y de ahorro.

No obstante, esta situación presenta una oportunidad para la creación de instrumentos que permitan acceder a inversiones respaldadas en ladrillos,

aprovechando las nuevas tecnologías como medio para llegar a cientos de personas y proyectos a un solo clic de distancia.

## **I.2 Objetivo General**

Desarrollar un análisis de viabilidad para la creación de un nuevo modelo de negocio de inversiones inmobiliarias basado en el *crowdfunding* o financiación colectiva.

## **I.3 Objetivos Específicos**

- Describir las características del mercado inmobiliario argentino y del sector específico de la construcción en la provincia de Córdoba.
- Identificar la estructura legal adecuada para el desarrollo del nuevo modelo de negocio.
- Conceptualizar el *crowdfunding* o Financiación Colectiva, y exponer los motivos que explican su surgimiento a nivel mundial.
- Desarrollar la estructura de inversiones y de costos que corresponde a un proyecto de este tipo.

## **I.4 Metodología de Trabajo**

En el desarrollo del presente caso se busca demostrar que, bajo ciertas condiciones y parámetros, el proyecto expuesto es económicamente viable y rentable para todas las partes involucradas.

Para ello se procede a realizar una descripción de las variables económicas, políticas y sociales que afectan a nuestro país, y posteriormente una caracterización del sector de la construcción en Córdoba, a fin de



comprender la realidad de los Desarrollistas inmobiliarios e inversionistas que participan dentro de este sistema.

También se intenta explicar el funcionamiento del modelo de negocio planteado, desde sus fundamentos teóricos y legales hasta su faceta operativa.

Por último, se desarrolla un caso práctico para ver al modelo en acción, mediante el desarrollo de un Flujo de Fondos y Análisis de Escenarios que permitan obtener los siguientes ratios financieros:

- Período de Recupero: Indica el tiempo, expresado en meses o años, que el inversionista tardará en recuperar la inversión con la ganancia que genera el negocio con los flujos actualizados.
- Valor Actual Neto (VAN): Es el valor de la inversión en el momento cero, actualizados todos sus ingresos y egresos a una determinada tasa, que refleja las expectativas de retorno depositadas en el proyecto.
- Tasa Interna de Retorno (TIR): Mide la rentabilidad como porcentaje. Es la tasa de interés o rentabilidad que ofrece una inversión.

## **II. ANÁLISIS EXTERNO**

### **II.1 Análisis del Entorno Socio-político-económico**

Dentro del contexto a nivel nacional de las empresas, es importante analizar cómo influyen sobre el desarrollo de los negocios las distintas políticas y medidas que se acontecen en el ámbito sociocultural, económico y político.

La industria de la construcción está fuertemente ligada al conjunto de decisiones que hacen a la gestión de un gobierno y no puede mantenerse ajena a ninguna de estas cuestiones en todas sus escalas.

#### **2.1.1 Ámbito Político**

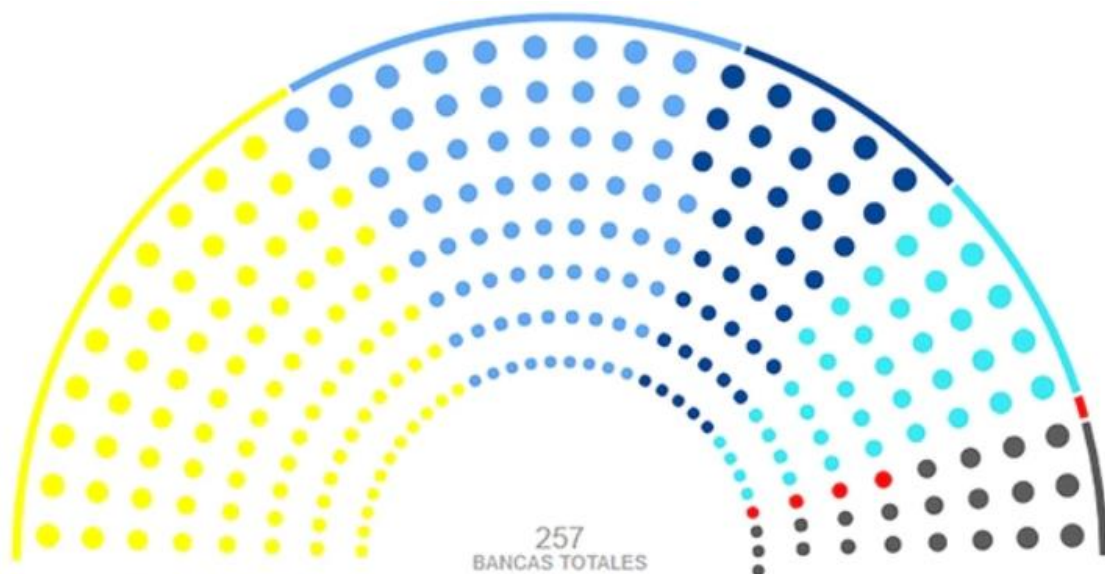
En el año 2015 tuvo lugar el proceso electoral más largo, complejo y conflictivo de este período democrático. Las últimas elecciones, además de desplazar de la presidencia al partido que protagonizó la historia reciente del país, dejaron un escenario signado por la multipolaridad, donde el poder se encuentra fragmentado.

El 10 de diciembre de 2015, Mauricio Macri se convirtió, luego de casi 70 años, en el primer presidente de la República Argentina que no pertenece a ninguno de los dos grandes partidos que gobernaron el país durante las últimas décadas: la Unión Cívica Radical y el Partido Justicialista. A pesar de haber ganado el balotaje por una ajustada diferencia, la coalición electoral “*Cambiemos*”<sup>1</sup> es minoría en ambas cámaras, algo inédito desde 1916.

---

<sup>1</sup> Coalición política de Argentina fundada en 2015 a partir del acuerdo establecido entre Elisa Carrió – Coalición Cívica ARI -, Mauricio Macri - PRO - y Ernesto Sanz - Unión Cívica Radical-.

Gráfico N°1: Composición actual de la Cámara de Diputados (cantidad de bancas):

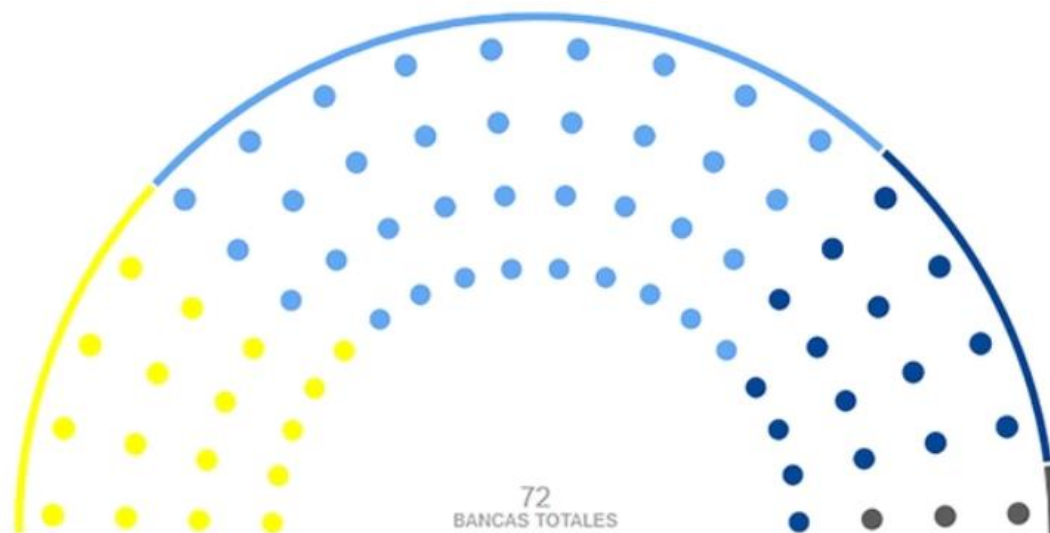


Partido	Cantidad de Bancas
Cambiemos	107
Frente para la Victoria	66
Peronismo no kirchnerista	47

Partido	Cantidad de Bancas
1País	21
Izquierda	3
Otros	13

Fuente: Shaw, M. (2017). *Infobae*. Recuperado el 19 de Agosto de 2018, de <https://www.infobae.com/politica/2017/10/23/como-quedara-conformado-el-congreso-a-partir-del-10-de-diciembre/>

Gráfico N°2: Composición actual de la Cámara de Senadores (cantidad de bancas):



Partido	Cantidad de Bancas
Cambiamos	25
Frente para la Victoria	25
Peronismo no kirchnerista	18

Partido	Cantidad de Bancas
1País	0
Izquierda	0
Otros	4

Fuente: Shaw, M. (2017). *Infobae*. Recuperado el 19 de Agosto de 2018, de <https://www.infobae.com/politica/2017/10/23/como-quedara-conformado-el-congreso-a-partir-del-10-de-diciembre/>

Con respecto a la situación en el interior, la desventaja no es menor. Cambiamos sólo cuenta con las provincias de Buenos Aires, Mendoza, Corrientes, Jujuy y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Si bien son distritos de peso económico y electoral importante, son pocos en relación con los 24 distritos electorales que componen nuestro país. En cuanto a lineamientos

políticos, el nuevo presidente Mauricio Macri definió las bases de su gestión sobre tres ejes esenciales: *“Pobreza cero en la Argentina, derrotar al narcotráfico y unir a todos los argentinos”*<sup>2</sup>.

Pero es muy importante aclarar que el largo camino que inicia el nuevo gobierno se enfrenta a una fecha decisiva para el sostenimiento del proceso de cambio político impulsado: Se trata del domingo 27 de octubre de 2019, en que se celebrarán en todo el país las elecciones presidenciales junto a las elecciones legislativas, de acuerdo con lo establecido en la Constitución Nacional. Serán comicios de gran significado e impacto: el actual presidente recibirá, inevitablemente, el apoyo o la disconformidad ante su gestión, con las consecuencias previstas en cualquier democracia estable. Si gana, tendrá derecho a continuar con su proceso de transformaciones enfocadas en el mediano y largo plazo; si pierde, esa posibilidad se alejará, abriendo las puertas a nuevos escenarios de incertidumbre política para los próximos años de gobierno. De aquí a las próximas elecciones generales en 2019, el gobierno buscará implementar su agenda de reformas con tres prioridades: establecer una estabilidad financiera y fiscal; reforzar el mercado laboral; e implementar reformas institucionales.

Vale mencionar el efecto que la incertidumbre política genera sobre las variables económicas de nuestro país: la falta de estabilidad y medidas de largo plazo que garanticen el crecimiento, desalientan las inversiones. Esta clase de inversiones son un componente muy importante del PBI ya que producen que el crecimiento de este sea sostenido y no sólo coyuntural. Para esto es fundamental que exista confianza en las instituciones por parte del sector externo e interno.

---

<sup>2</sup> (Cambiemos, 2018)

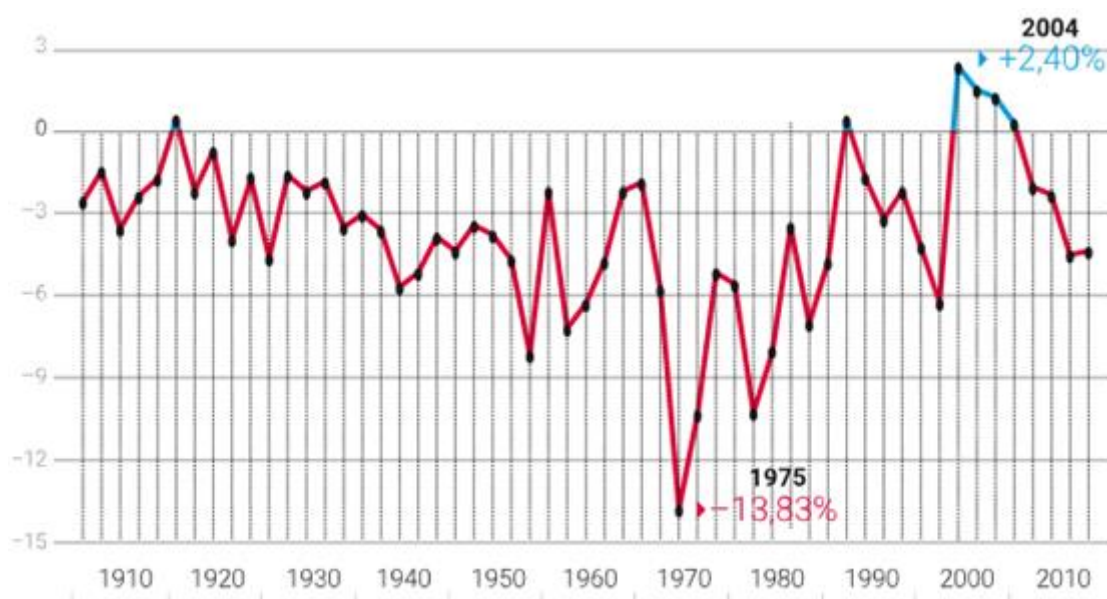
### 2.1.2 Ámbito Económico

#### Revisión histórica:

Para poder entender la realidad económica argentina es necesario comprender los problemas estructurales en los cuales el país está inmerso, arraigados desde hace más de 100 años en su genoma (y al margen de las explicaciones ideológicas que han proliferado en los últimos años) y que han generado un ciclo nefasto de periodos de grandes bonanzas económicas continuadas por grandes crisis.

La problemática de fondo es que Argentina gasta más de lo que genera. *“Si se toman los últimos 117 años, desde 1900 hasta 2017, encontramos 107 años en déficit fiscal y sólo 10 años de equilibrio o superávit fiscal”* (Giarizzo, 2018). Desde hace más de un siglo que los gobiernos vienen dilapidando los recursos del Estado sin lograr transformar ese gasto en inversión productiva capaz de generar crecimiento sostenible. Esto pone de manifiesto la incapacidad histórica de toda la dirigencia política a la hora de generar acuerdos de largo plazo que permitan construir las bases para un desarrollo sostenible.

Gráfico N°3: Déficit fiscal de la Argentina

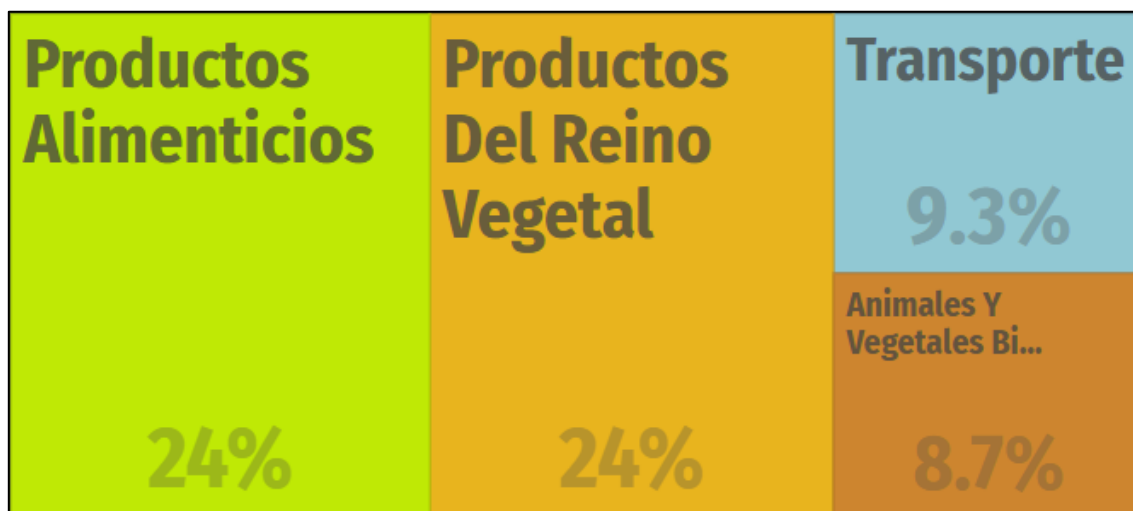


Fuente: Giarizzo, V. (29 de Abril de 2018). *Clarín*. Recuperado el 03 de septiembre de 2018, de [https://www.clarin.com/economia/enfermedad-economica-argentina-107-anos-deficit-fiscal\\_0\\_Bysy4ClpM.html](https://www.clarin.com/economia/enfermedad-economica-argentina-107-anos-deficit-fiscal_0_Bysy4ClpM.html)

Nota: déficit calculado como % del PBI (incluye intereses).

Además del excesivo gasto improductivo del Estado, desde finales de la crisis de 1929/30 en adelante Argentina ha sido incapaz de llevar adelante un proceso de industrialización sostenido que le permitiera generar valor agregado a los productos exportables. Tomemos como ejemplo la situación de las exportaciones durante el año 2016: el siguiente cuadro refleja de forma visual y muy simple la composición de las exportaciones argentinas para ese año, por un total de USD 59 mil millones:

Gráfico N° 4: Composición de las exportaciones argentinas año 2016.



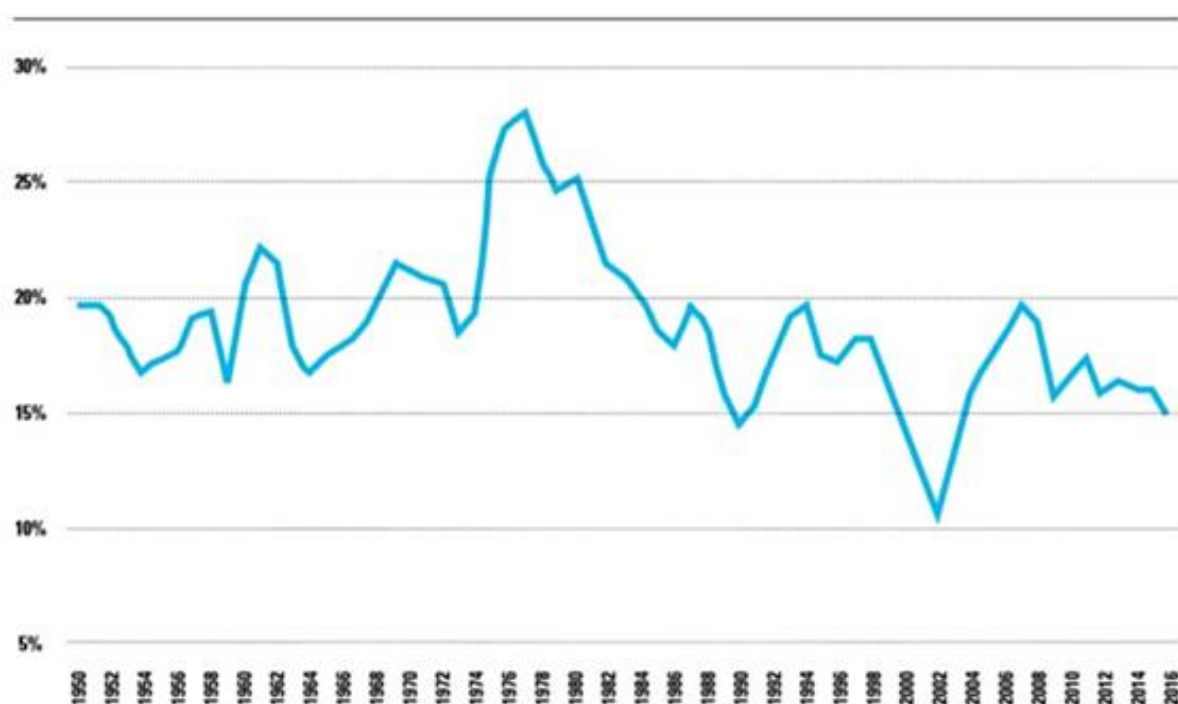
Fuente: Observatorio de Complejidad Económica. (2018). OEC. Recuperado el 03 de septiembre de 2018, de Observatorio de Complejidad Económica: <https://atlas.media.mit.edu/es/profile/country/arg/>



Durante el 2016 las principales exportaciones de Argentina fueron harina de soja (USD 10 mil millones), maíz (USD 4,36 mil millones), aceite de soja (USD 4,14 mil millones), soja (USD 3,3 mil millones). Podemos ver que más de la mitad de las exportaciones dependen de productos provenientes del sector primario (agro, metales, minería), con bajos procesos de industrialización capaces de aportarle valor agregado y cuyos precios están determinados internacionalmente.

Respecto a la tasa de inversión, veamos lo que sucedió en Argentina desde el año 1950 en adelante:

Gráfico N° 5: Tasa de inversión como % del PBI entre los años 1950 y 2016



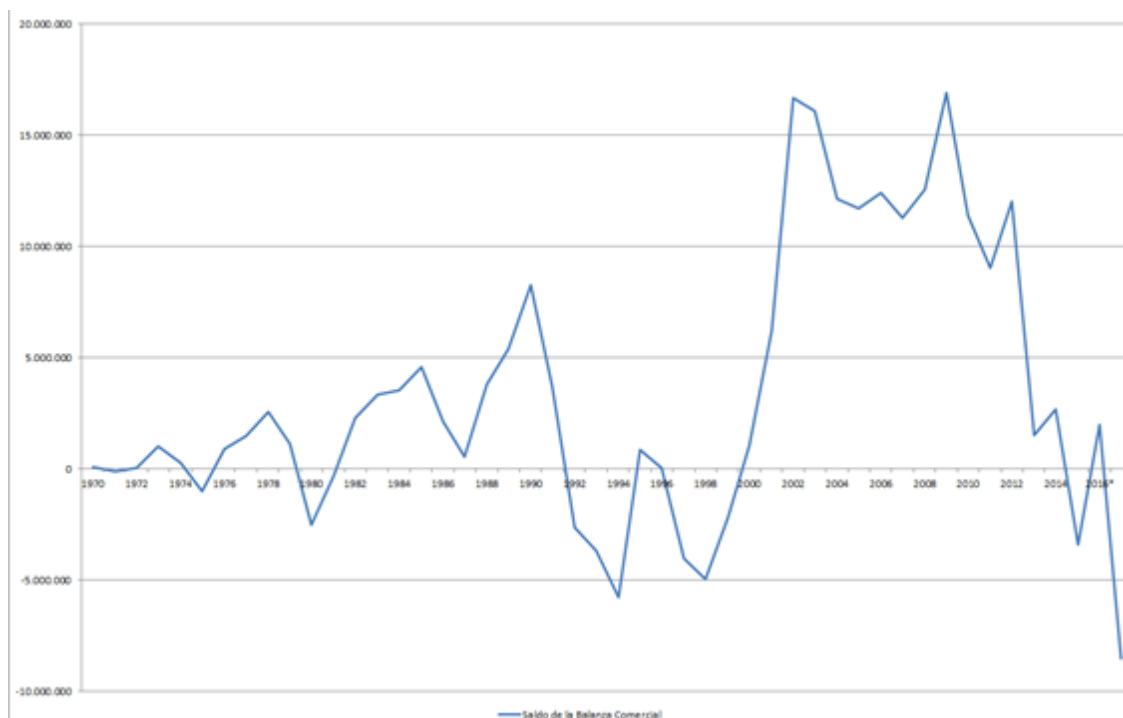
Fuente: Mira, P. (Diciembre de 2017). *El Economista*. Recuperado el 19 de agosto de 2018, de <https://www.eleconomista.com.ar/2017-12-la-inversion-largo-plazo-argentina/>

Desde el punto de vista de la teoría, podemos decir que altos niveles de inversión generan expansión, siempre y cuando esa inversión sea productiva; es decir, eficiente desde el punto de vista privado y social. Lo que el gráfico anterior refleja es el porcentaje de inversión sobre el Producto Bruto Interno.

Allí podemos ver que, salvo excepciones, en la mayoría de los períodos se ha mantenido entre el 15% y 20%. Estos valores están muy lejos de los niveles de inversión que, por caso, tuvieron países asiáticos como Corea del Sur (en el orden del 30%) durante su industrialización; o China, aún mayores que los de Corea. *“La teoría económica no puede identificar con exactitud cuál es la tasa de inversión que asegura el crecimiento de largo plazo, pero lo que sí puede decir con bastante seguridad es que el nivel de 15% del PIB y un comportamiento volátil son dos limitantes demasiado evidentes para pensar en el desarrollo de mediano y largo plazo”* (Giarizzo, 2018)

En cuanto a la situación de la balanza comercial argentina, veamos el siguiente gráfico:

Gráfico N° 6: Saldo de la balanza comercial Argentina en miles de dólares corrientes para el período 1970 – 2017.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Indec Informa*. Año 23 N° 3. Buenos Aires: Indec.

A simple vista podemos evidenciar que desde 1970 en adelante el país no ha logrado mantener un equilibrio sostenible de la balanza comercial. Solamente en aquellos años en que los precios o la demanda internacional de materias primas han sido favorables, el país ha logrado superávit fiscal.

Esta incapacidad de crear ingresos e inversión productiva creciente y sostenible, sumado a una estructura de gasto público que supera con creces lo que genera, nos devuelve al fondo de la cuestión: más allá de las dificultades específicamente económicas que la Argentina ha debido enfrentar a lo largo de su historia, la profundidad y la recurrencia de sus crisis nos sugieren que es la falta de acuerdos básicos de gobernabilidad lo que la ha llevado a su estancamiento económico y a la reiteración de crisis político-económicas.

### Situación actual:

Tras la severa crisis financiera y la posterior bancarrota de 2001 - 2002, Argentina ha alternado periodos de crecimiento con épocas de crisis y recuperación. Con Mauricio Macri como presidente, a partir de diciembre del año 2015, se inicia un nuevo ciclo político y económico.

El nuevo gobierno recibió un país en situación calamitosa: déficit fiscal del 7% del PBI, inflación del 25% (la más alta de América Latina después de Venezuela), índice de pobreza del 30% y una economía estancada durante varios años. En el comienzo de su gestión tenía dos opciones viables para cambiar el rumbo:

- bajar drásticamente el gasto público. Esto resultaba inviable desde el punto de vista político y social dado que gran parte del gasto estaba aplicado a un extenso programa de planes sociales para paliar la situación social.
- hacer los ajustes en forma gradual, rompiendo con las políticas macroeconómicas expansionistas que caracterizaron la presidencia del gobierno anterior y corrigiendo de manera progresiva los desajustes económicos para así lograr encauzar nuevamente al país dentro de una senda de crecimiento sostenido.

Pocos días después de que Macri entrara a la presidencia, el Banco Central de Argentina eliminó los controles de tasas y capital que habían sido impuestos en noviembre de 2011 por el Gobierno de Cristina Kirchner para hacer frente a un incesante aumento de la fuga de capitales. Como consecuencia de la eliminación del cepo cambiario, el peso argentino se devaluó un 45% (el precio del dólar pasó de \$9,76 pesos a \$13,95). Como contrapartida, al liberarse la compra y venta de divisas, desapareció el mercado negro.

En conjunto con la eliminación del cepo cambiario, el gobierno tomó una serie de medidas que cambiaron el marco de referencia de la economía argentina<sup>3</sup>:

- **Acuerdo con los “Fondos Buitres”:** El 19 de abril de 2016, el Gobierno anunció una emisión de bonos por USD 16.500 millones para pagarle al grupo de inversionistas que no habían entrado en la reducción y cambio de deuda de la cesación de pagos de 2001. Como el país había perdido un correspondiente juicio en Nueva York, estaba obligado a pagar. El Gobierno de Cristina Kirchner se había negado rotundamente, lo que puso al país en default técnico. El acuerdo con los “buitres” permitió al Gobierno central, las provincias y las empresas volver a acceder al crédito internacional.
- **Ajuste gradual de las finanzas públicas:** mediante la emisión de nuevos bonos, el Gobierno evitó realizar el ajuste fiscal drástico que hubiera sido necesario para financiar el enorme déficit fiscal dejado por el Gobierno anterior. El ajuste gradual fue interpretado por algunos actores económicos como una especie de populismo, que no atrae justamente inversiones.
- **Eliminación de las retenciones a las exportaciones:** Las retenciones comenzaron a ser reducidas paulatinamente a partir de comienzos de 2016. La medida fue muy celebrada por el sector agropecuario, dado que prácticamente la mitad de las exportaciones argentinas provienen de ese sector.
- **Sinceramiento tarifario:** se llamó así a la suba de tarifas de los servicios públicos, la energía y el transporte, hasta entonces fuertemente subvencionados. El aumento fue aplicado a partir de julio 2016, comenzando con el agua, el saneamiento, la energía eléctrica y los hidrocarburos. A pesar del tarifazo, los precios siguen siendo en muchos casos menores a los de los países vecinos y aún lejos del punto de

---

<sup>3</sup> (Kummetz, 2017)

equilibrio, debido a que no habían sido actualizados en los últimos 10 años.

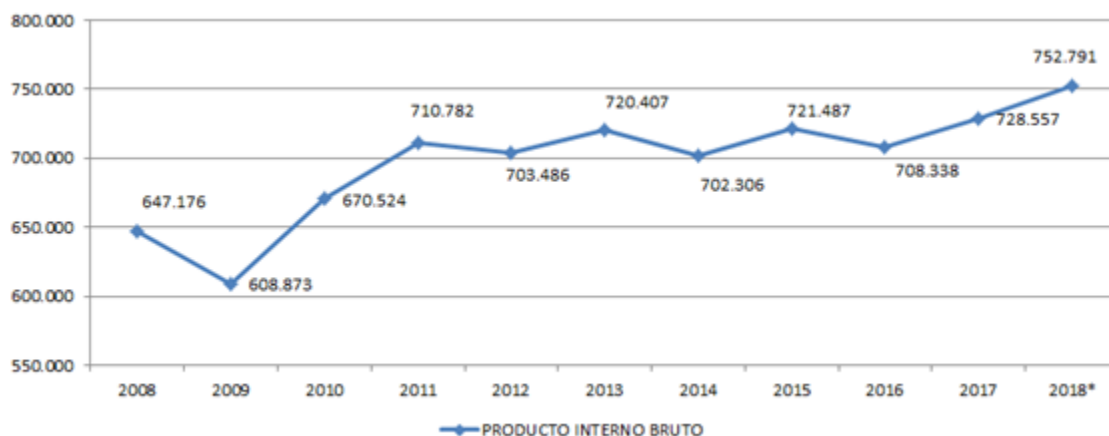
- **Sinceramiento de las estadísticas:** El Gobierno anterior había desarticulado el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) cuando los números comenzaron a serle negativos. Las manipulaciones comenzaron con la tasa de inflación, siguieron con la tasa de pobreza y así sucesivamente con el resto de los indicadores del país. Con el inicio de la gestión del presidente Macri, se buscó recuperar el INDEC con el objetivo volver a generar estadísticas fiables.

La economía argentina todavía enfrenta varios retos, incluyendo un déficit de cuenta corriente importante. Persisten otros problemas estructurales como la corrupción, el exceso del gasto público, una elevada presión tributaria y las condiciones relativamente pobres del transporte público, la educación y los servicios de salud. No obstante, las acciones tomadas por el gobierno actual demuestran una gran voluntad de llevar el país hacia reformas favorables al comercio, lo cual debe fortalecer las exportaciones del país y reintegrarlo al mercado de capitales global.

Retomando el tema del gradualismo mencionado inicialmente, vale aclarar que esta opción implicó acudir al mercado de capitales como mecanismo de financiamiento del déficit público, hasta tanto la economía se reactivara y el déficit se redujera por esa vía. En los dos primeros años de gobierno esta posibilidad resultó plausible debido a las bajas tasas del mercado internacional de capitales, lo que permitió afrontar sin sobresaltos el programa económico durante el 2016 y 2017, pero sin mostrar grandes resultados en cuanto a una reactivación económica o a correcciones de los problemas de fondo de Argentina.

Lo mencionado se puede evidenciar en el gráfico que se presenta a continuación, donde puede verse la evolución del Producto Bruto Interno (PBI) para los últimos 10 años, en millones de Pesos a precios del año 2004.

Gráfico N° 7: Producto Bruto Interno durante el período 2008 – 2018 – medido en Millones de pesos a precios del año 2004



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Cuentas nacionales. Vol. 2, n° 16. Informe de avance del nivel de actividad. Segundo trimestre de 2018*. Buenos Aires: INDEC.

Nota: para los datos del año 2018 sólo se consideran valores al 2do semestre

En el gráfico se puede observar que, luego de la caída del PBI de 2009 y de la recuperación de 2010, la economía se mantuvo estancada. Esto demuestra las dificultades que tiene el gobierno actual para lograr la reactivación de la economía argentina desde la herencia recibida en el año 2015. De hecho, en los seis años que van de 2011 a 2017 el producto creció apenas un 2,5%. Y si tenemos en cuenta que el crecimiento poblacional de Argentina es del 1% anual, el producto por habitante disminuyó un 3,5%.

Y es importante destacar que el año 2018 se presenta como uno de los mayores desafíos para la administración actual, con una situación de crisis que se ha profundizado como consecuencia de factores extrínsecos: la guerra comercial entre Estados Unidos y China, sumado a una política de fortalecimiento de las tasas de interés a nivel mundial han desencadenado una crisis de confianza sobre la capacidad del gobierno actual para llevar adelante

las medidas correctivas necesarias que garanticen la continuidad del proyecto tras las elecciones de 2019:

- en el transcurso del año 2018, la moneda local se devaluó más del 100% en un año, pasando de \$18 en enero a \$38 en octubre del mismo año. Como consecuencia, el país volvió a entrar en recesión, se disparó la inflación y aumentó el desempleo.
- El gobierno decidió regresar al financiamiento del Fondo Monetario Internacional, que acordó prestarle un total de USD 57.000 millones desembolsables a lo largo de tres años. Dicho préstamo significa un respaldo muy fuerte del organismo a la gestión del gobierno actual, a fin de transmitir tranquilidad a los mercados.
- El ministro de Economía, Nicolás Dujovne, anunció un paquete de medidas para aumentar ingresos, reducir gastos e intentar llegar al equilibrio fiscal en 2019, concluyendo de manera abrupta con el programa "gradualista" elegido por el gobierno. Dentro de las medidas anunciadas se destacan el regreso de las retenciones a las exportaciones y recortes adicionales al gasto público. El objetivo es lograr "déficit cero" en términos primarios (antes del pago de intereses de deuda) para el año 2019, y un superávit de 1 por ciento del PBI en 2020.
- En cuanto al tipo de cambio, y con el objetivo máximo de contener la inflación, desde el Banco Central anunciaron la fijación de una banda cambiaria que contenga al dólar dentro de un techo de \$44 y un piso de \$34 (estos límites se irán moviendo hacia arriba a un ritmo del 3% mensual). Respecto de la base monetaria, crecerá 0% en términos nominales.

Respecto a este último punto, sabemos que Argentina es un país donde el nivel general de precios de la economía está estrechamente ligado al comportamiento del dólar. Y este es el motivo principal por el cual siempre ha resultado tan difícil domar dicho indicador, cuya variabilidad se encuentra fuertemente ligada a factores del tipo emocional por sobre los racionales.



Muchos analistas consideran que el sostenido aumento de precios desde 2007 es el principal problema económico de Argentina, debido a que afecta a todos los ciudadanos y a todos los sectores económicos, perjudicando sobre todo a los más pobres.

Desde comienzos de la gestión Macri, el gobierno ha definido año tras año metas de inflación que no ha podido cumplir.

Tabla N°1: Comparativa de meta de inflación versus inflación real para el período 2016 – 2018

<b>Año</b>	<b>Meta de inflación anunciada</b>	<b>Inflación real</b>
2016	20 a 25%	40,3%
2017	12 a 17%	24,80%
2018	15%	22,1%

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Indec Informa*.

Año 23 N° 3. Buenos Aires: Indec.

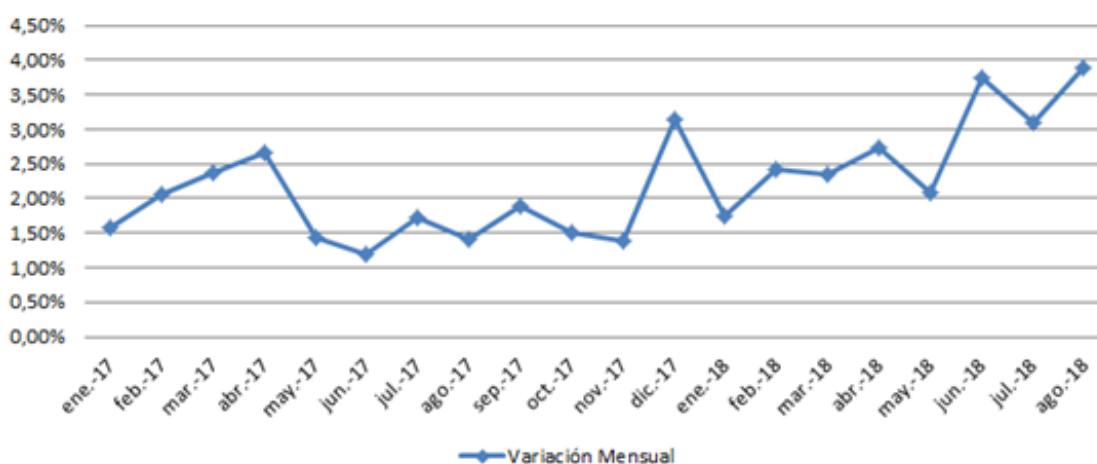
Nota: para el año 2016 se consideró como inflación real la publicada por el Congreso de la Nación Argentina, a falta de estadísticas por parte del INDEC.

A principios del año 2018, el gobierno nacional estableció la meta de inflación en 15% anual. Sin embargo, se trató de una idea bastante ambiciosa considerando que la inflación a agosto acumula un incremento del 22,1% <sup>4</sup>, y que aún resta parte del traslado a precios de la fuerte depreciación del tipo de cambio sufrida en los meses de agosto y septiembre. Se estima que la inflación acumulada para el año en curso rondará entre el 40 y 45%. Y aún resta dimensionar el impacto que pueden llegar a tener los nuevos aumentos de tarifas de servicios públicos y negociación de paritarias.

---

<sup>4</sup> (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2018)

Gráfico N°8: Variación mensual del índice de precios al consumidor entre los meses de enero 2017 y agosto 2018



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Indec Informa*. Año 23 N° 3. Buenos Aires: Indec.

Por último, es importante mencionar que el gobierno se encuentra actualmente trabajando en el proyecto oficial de presupuesto para el año 2019, el cual debe contar con la aprobación de la Cámara de Diputados y de Senadores de la Nación. Dicho proyecto es un paso importante para mostrar al mundo un país previsible, confiable y responsable en el manejo de sus cuentas; una Argentina que aprende de sus errores y que está dispuesta a tomar las medidas necesarias para sanear definitivamente su economía, y dar los primeros pasos de un largo camino que recién comienza. El tiempo dirá si vamos por la senda correcta.

### 2.1.3 Ámbito Socio Cultural

La situación social del país se caracteriza por tensiones constantes entre el gobierno y los movimientos sindicales en torno a las reformas anunciadas. Casi un tercio de la población en Argentina vive bajo la línea de pobreza, con

una red de infraestructura (rutas, transporte, cloacas, agua, gas) que requiere de grandes niveles de inversión luego de décadas de atraso.

Tomando como referencia los últimos 3 años, podemos decir que el desempleo se encuentra en una senda pivotante (la tasa de desocupación correspondiente al segundo trimestre del año 2018 es de 9,26%), pero la malnutrición persiste y el porcentaje de la población que vive debajo de la línea de pobreza es alarmante. Desde la llegada de Macri en diciembre de 2015, las tensiones sociales entre sindicatos y gobierno han crecido, al igual que los acalorados debates entre las autoridades centrales y las autoridades descentralizadas por la distribución de recursos federales a las provincias del país. Igual vale aclarar que estamos muy lejos de la situación que vivió el país allá por el 2003, cuando la pobreza azotaba a casi la mitad de los argentinos y la indigencia llegó al 20% de la población. Las políticas económicas implementadas desde entonces cambiaron radicalmente el eje en materia de crecimiento y distribución y millones de argentinos pudieron salir de situaciones indignas en las que se encontraban.

Tabla N°2: Principales tasas del mercado laboral. Primer trimestre de 2017 a segundo trimestre de 2018.

Tasas	Total 31 aglomerados urbanos					
	Año 2017				Año 2018	
	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre
Actividad	45,5	45,4	46,3	46,4	46,7	46,4
Empleo	41,3	41,5	42,4	43,0	42,4	41,9
<b>Desocupación abierta</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,2</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>
Ocupados demandantes de empleo	14,1	14,7	15,4	14,7	15,3	16,0
Subocupación	9,9	11,0	10,8	10,2	9,8	11,2
Subocupación demandante	6,6	7,4	7,9	7,2	6,8	7,7
Subocupación no demandante	3,3	3,6	2,9	3,0	3,0	3,5

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Cuentas nacionales. Vol. 2, n° 16. Informe de avance del nivel de actividad. Segundo trimestre de 2018*. Buenos Aires: INDEC.

El Instituto Nacional de Estadísticas y Censos<sup>5</sup> informa que en el primer semestre de 2018 el porcentaje de hogares por debajo de la línea de pobreza es del 19,6%; estos comprenden el 27,3% de los habitantes del país. Dentro de este conjunto se distingue un 3,8% de hogares indigentes que incluyen el 4,9% de la población total.

Los indicadores mencionados registran una suba de la pobreza y la indigencia con respecto al segundo semestre de 2017 y una disminución respecto de los consignados en el primer semestre de 2017. Pero vemos que aún se encuentran muy lejos de la promesa de campaña de “Pobreza Cero” del partido Cambiemos al momento de ganar las elecciones. Está más que claro que ese objetivo es un ideal a largo plazo y no un objetivo cuantitativo de alcance inmediato, pero es inevitable mencionar que las dificultades en el manejo de la economía repercuten en la situación social del país, no logrando mejoras significativas en los indicadores de desempleo y pobreza en los últimos 3 años de gestión del gobierno del presidente Macri.

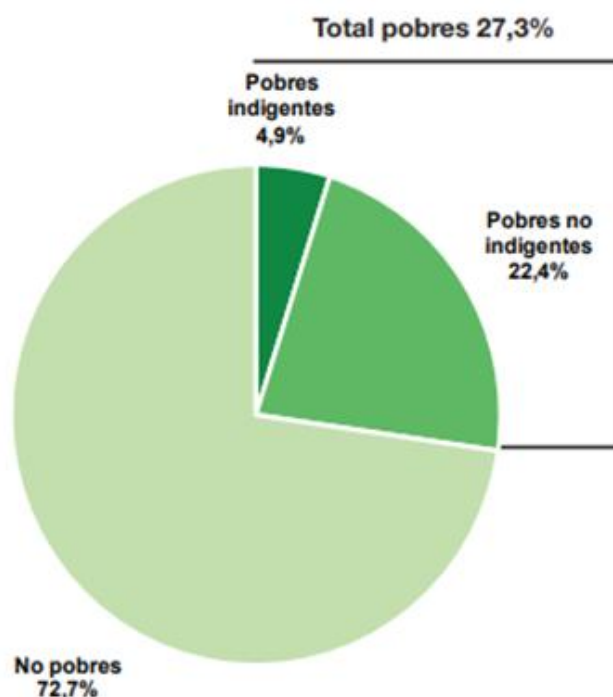
Tabla N°3: Indicadores de pobreza e indigencia. Segundo semestre de 2016 a primer semestre de 2018.

Indicador	2° semestre 2016	1° semestre 2017	2° semestre 2017	1° semestre 2018
%				
<b>Pobreza</b>				
Hogares	21,5	20,4	17,9	19,6
Personas	30,3	28,6	25,7	27,3
<b>Indigencia</b>				
Hogares	4,5	4,5	3,5	3,8
Personas	6,1	6,2	4,8	4,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Cuentas nacionales. Vol. 2, n° 16. Informe de avance del nivel de actividad. Segundo trimestre de 2018*. Buenos Aires: INDEC.

<sup>5</sup> (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2018)

Gráfico N°9: Incidencia de personas pobreza e indigencia. Personas. Primer semestre de 2018



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Cuentas nacionales. Vol. 2, n° 16. Informe de avance del nivel de actividad. Segundo trimestre de 2018.* Buenos Aires: INDEC.

Por último, es importante destacar que existen políticas socialistas no productivas, de la mano de subsidios que fomentan el consumo. Si bien aumentan la oferta agregada, a través del crecimiento del PBI, este incremento es de corto plazo. Faltan medidas que fomenten un crecimiento sostenido y de largo plazo (es decir, medidas que estimulen la inversión), las que deben venir acompañadas de confianza en las instituciones para que sean efectivas y duraderas.

## **2.2 Análisis del Sector de la Construcción en Córdoba**

La industria de la construcción es uno de los sectores que mejor y más rápido evidencia las consecuencias de las decisiones tomadas a nivel político y económico. Es indudablemente uno de los “termómetros” más crudos y realistas al que se puede enfrentar cualquier gobierno.

Es el primer sector que se resiente ante un escenario de crisis, repercutiendo directamente en muchísimas otras industrias y grupos que dependen de ella. Está intrínsecamente relacionado con los sectores políticos, económicos y sociales, y con las decisiones que desde ellos se tomen.

La ciudad de Córdoba ha sido históricamente una plaza atractiva para invertir en inmuebles, gracias a su ubicación estratégica dentro del país y la región, y a las posibilidades que brinda la presencia de la universidad como generadora aparentemente inagotable de demanda de unidades. Pero el desconcierto generado por la inflación, la falta de reglas claras, la ausencia de un plan evidente a largo plazo, entre otras cosas, ha generado un estancamiento absoluto tanto en cantidad de ventas como en desarrollo de nuevos productos ante un escenario proyectado de demanda creciente en toda la provincia:

Gráfico N°10: Necesidad de nuevas viviendas en la provincia de Córdoba – Proyección 2017 a 2025.



Fuente: Economic Trends S.A. (2017). *El déficit de viviendas en la provincia de Córdoba*. Córdoba: Foro de Análisis Económico de la Construcción.

La industria comienza a dejar atrás primero a los improvisados que se sumaron a ella como oportunistas de último minuto, aquellos que vieron la posibilidad de una buena rentabilidad en un negocio que tuvo su tiempo de esplendor en una más de las fases cíclicas de una realidad que lo define. Luego empiezan a desaparecer empresas pequeñas que ya no soportan su estructura de costos y que, al cerrar sus puertas, dejan también en la calle a muchísimos trabajadores y proveedores que dependían de ella, quedando sólo en carrera las empresas medianas y grandes. Estas últimas cuentan con cierto respaldo que les permite atravesar estos tiempos de crisis. Igualmente, el hecho de que estas empresas subsistan no significa que la industria funcione, ya que justamente por su condición pueden darse la oportunidad de ralentizar su actividad especulando con lo que está por venir.

Sumado a esta realidad, hay otras cuestiones propias del estado local que también perjudican profundamente el desarrollo de la industria y que se evidencian con mayor fuerza en estos momentos de crisis.

Desde las gestiones del actual intendente Ramón Javier Mestre y gobernador Juan Schiaretti, aún no logran establecer un plan de acción con respecto a cuestiones claves en lo que hace a desarrollo urbano:

- Con la intención de organizar el crecimiento de la ciudad de ciertos sectores, se define modificar la normativa vigente para evitar que se perjudiquen tanto áreas residenciales como edificios patrimoniales. La burocracia en esta gestión hace que se frenen por completo todas las obras en dichos sectores hasta tomar una determinación, lo que puede demorar varios años. Esto afecta terriblemente al empresario que debe frenar su obra en marcha (o demorar el inicio de nuevas) a la espera de una resolución.
- La falta de inversión en infraestructura hace que, actualmente, muchísimos edificios terminados no cuenten con provisión de gas ni de electricidad. Esto es algo inaceptable de que ocurra en una de las ciudades más grandes del país, y cuando el gobierno se ha comprometido en brindar dichos servicios al entregar un *Permiso de Edificación*.
- Respecto a la infraestructura, es necesario mencionar que tanto el Estado Municipal como Provincial trasladan sobre el sector privado la responsabilidad y costos de construcción de las obras complementarias necesarias para la provisión de los servicios a los proyectos a desarrollarse. Un ejemplo muy claro de esto es cuando la Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC) exige al desarrollista la construcción de cámaras transformadoras que el proyecto no necesita, en zonas donde existe capacidad instalada para la provisión del servicio, y todo a través de métodos coercitivos que exceden ampliamente sus facultades.
- El excesivo costo que genera la burocracia en los trámites para la obtención de los *Permisos de Edificación*, además de la altísima carga impositiva que recae sobre el desarrollista y que, finalmente, se traslada a los precios de venta de las unidades construidas o a construir. Según el Indicador de Obtención de Permisos de Edificación creado por la



Fundación Libertad en el año 2018<sup>6</sup>, la ciudad de Córdoba se encuentra en la posición N°19 de 24 dentro del ranking que clasifica la performance de cada provincia en cuanto a tiempos y costos a la hora de obtención de un Permiso de Edificación.

La improvisación, la falta de planeamiento, la burocracia y la ausencia de inversión pública, entre otras cosas, hacen que la actividad del empresario de la construcción, así como la de todos los eslabones de la cadena que conforman esta industria se vea perjudicada directamente; incrementándose aún más el deterioro cuando esta realidad cotidiana se ve complejizada por una crisis económica macro que perjudica profundamente las proyecciones futuras.

### **2.2.1 Descripción del Funcionamiento de las Empresas Desarrollistas Inmobiliarias**

El sector desarrollista inmobiliario de Córdoba se encuentra compuesto por un gran número de empresas de diversos tamaños y orígenes: desde pequeñas sociedades integradas por uno o más arquitectos que han decidido sumar esfuerzos para construir pequeños emprendimientos apostando capital propio, hasta grandes empresas que han montado sofisticadas estructuras operativas para el desarrollo de proyectos de gran envergadura, con esquemas de financiamiento a través de participación en el mercado de capitales. Independientemente de su estructura o de su trayectoria en el mercado todas se enfrentan a la misma realidad a la hora de llevar adelante su trabajo: la imposibilidad de acceder al crédito en la República Argentina las obliga a desarrollar esquemas de financiamiento propios que les permitan llevar adelante sus proyectos de forma autosuficiente. De esta manera el éxito del emprendimiento no depende exclusivamente de las cualidades intrínsecas del

---

<sup>6</sup> (Fundación Libertad, 2018)

producto (ubicación, calidad de terminaciones, etc.) sino que se basa en gran medida en el desarrollo de una ingeniería financiera que permita disponer de los fondos suficientes para su concreción.

En cuanto a la forma en que desarrollan su actividad, en líneas generales podemos decir que todas respetan en mayor o menor medida el mismo esquema básico de generación de negocios:

1. búsqueda de oportunidades de inversión en tierra para el desarrollo de nuevos proyectos.
2. Adquisición de la tierra (mediante compra o asociación con el propietario del terreno).
3. Desarrollo del proyecto de inversión: arquitectura, ingeniería, etc.
4. Gestión de aprobaciones municipales/provinciales.
5. Lanzamiento comercial del proyecto.
6. Construcción.
7. Finalización.

Durante las primeras etapas del proyecto (puntos 1 a 4), el capital utilizado para afrontar los gastos que se generan es aportado por la misma empresa o un grupo menor de inversionistas que acompañan. Recién a partir del punto 5 comienza a aparecer el financiamiento externo a través de la preventa de unidades del proyecto a clientes finales, de forma tal que estos ingresos permitan acompañar toda la etapa de construcción de la obra hasta su finalización. Una vez terminado el proyecto, se procede a la venta del residual de unidades disponibles.

Vale destacar la importancia que tiene el esquema comercial de venta para el éxito de un emprendimiento, ya que de existir fallas en el mismo las empresas desarrollistas corren grandes riesgos de no contar con los fondos necesarios para poder cumplir con los compromisos asumidos.

### **2.2.2 El Futuro de las Empresas Desarrollistas Inmobiliarias**

Frente a un contexto en el que es preciso recuperar una demanda hoy inexistente y cuya componente principal es la demanda real y no la especulativa, la diferenciación del producto es clave para atraer clientes. No es suficiente con producir viviendas que cumplan con la legislación técnica y urbanística vigente, sino que deberán ser productos innovadores que aporten un claro valor añadido al comprador por un precio mucho más ajustado. La viabilidad de un proyecto ha de pasar por el estado o disponibilidad de las infraestructuras del lugar donde se asienta, así como su encaje en sus respectivos entornos urbanos.

Cada día se hace necesario un mayor nivel de especialización de las desarrollistas inmobiliarias, que tendrán que invertir en investigación y desarrollo (al igual que lo hacen otras industrias) para ofrecer soluciones residenciales competitivas e innovadoras. En este sentido, la sostenibilidad y el ahorro energético van a jugar un papel clave en la definición de los nuevos productos inmobiliarios, incluyendo el uso intensivo de la energía solar, gestión de residuos y uso de materiales no contaminantes entre otros. Una aportación de valor del sector inmobiliario a la economía es recuperar el componente de diseño de los productos, que tendrán que adaptarse a las necesidades y gustos de un mercado cada día más exigente. En definitiva, es una apuesta por el diseño en un ámbito en el que en muchos casos se había perdido.

Un mercado más reducido en cuanto a volumen, más competitivo y con mayor presión en los márgenes de beneficio va a requerir estructuras corporativas diferentes, que se sometan a un esfuerzo permanente de mejora continua en la eficiencia de cada uno de sus procesos. Para eso es preciso que todos los elementos de la cadena de valor del proceso inmobiliario se transformen para adecuarse a la nueva etapa, de mayor exigencia y competencia. Sólo así el crecimiento se asentará sobre bases sólidas.

A su vez el surgimiento del crédito hipotecario en Argentina impulsa a repensar el producto que se desarrolla y la forma en la que se comercializa. Vamos a ver ingresar al mercado un gran volumen de compradores que ya no

siguen la lógica del inversionista inmobiliario predominante (es decir, que buscan maximizar la rentabilidad obtenida por alquileres por peso o dólar invertido) sino que son los usuarios finales de los inmuebles quienes los adquieren, pagando de contado gracias a la posibilidad de acceso al crédito que les ofrecen los distintos bancos. Esto obliga al desarrollista inmobiliario a ser ágil en su velocidad de respuesta para satisfacer esta demanda, adaptando el diseño del producto a la nueva situación del mercado.

### **2.2.3 Realidad del Inversor Inmobiliario**

Existen distintos tipos de inversores inmobiliarios, pudiendo agruparlos de manera general en dos grandes categorías:

- compra para inversión: este grupo de individuos accede al mercado inmobiliario como medio para el resguardo de capital; adquiere viviendas para destinar a alquiler o simplemente para ahorrar en ladrillos. Apuesta a la valorización de la unidad con el paso del tiempo, o a la renta que esa unidad puede generar.

Por lo general este grupo de inversores ya cuenta con una o más viviendas, por lo cual la elección de la misma se basa en criterios más racionales que emocionales. Elige aquella inversión que le permita maximizar la rentabilidad del capital invertido.

- compra para vivienda propia: Dentro de este grupo podemos identificar a aquellos compradores que buscan satisfacer la necesidad de techo propio. Dado que se trata (en la mayoría de los casos) de vivienda única, el criterio de elección de compra se basa principalmente en cuestiones emocionales, salvo aquellos casos en los que la variable económica representa una limitación a la hora de la compra.

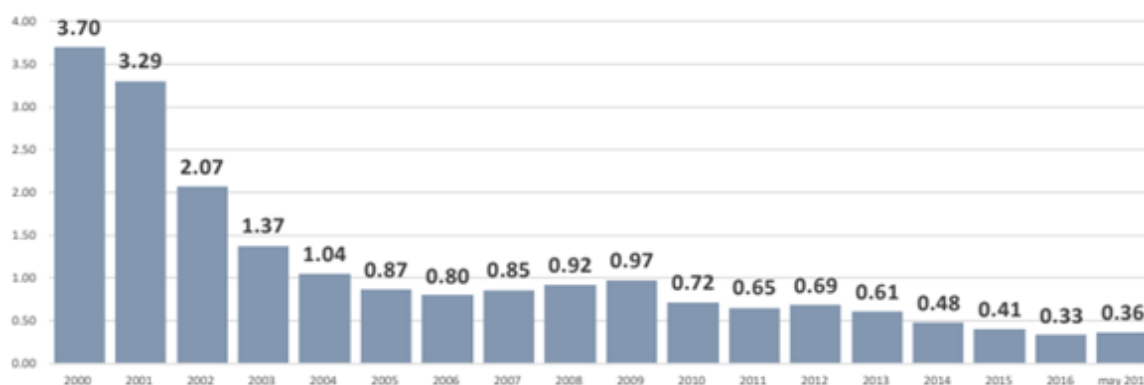
A su vez, desde el punto de vista de la restricción financiera, podemos generar una apertura de la clasificación en 2 subcategorías:

- aquellos que compran con capital propio.
- aquellos que necesitan acceder a mecanismos de financiamiento externo para poder realizar la inversión.

En Argentina los constantes vaivenes económicos (grandes períodos de bonanza económica seguida de recurrentes crisis) han imposibilitado el surgimiento de un mercado de crédito lo suficientemente sólido para dinamizar el sector inmobiliario; podemos decir que el crédito hipotecario es prácticamente nulo, subsistiendo sólo aquellos programas fomentados por el gobierno para un sector de la sociedad necesitado de asistencia social.

En el siguiente gráfico se puede evidenciar lo anteriormente expuesto, reflejando el stock de préstamos hipotecarios en Argentina como porcentaje del Producto Bruto Interno entre los años 2000 y mayo del 2017:

Gráfico N°11: Stock de préstamos hipotecarios para vivienda a personas físicas como % del PBI – período año 2000 – 2017.



Fuente: Economic Trends S.A. (2017). *El déficit de viviendas en la provincia de Córdoba*. Córdoba: Foro de Análisis Económico de la Construcción.

Asimismo, es necesario mencionar los esfuerzos del gobierno actual para impulsar el surgimiento del crédito hipotecario. Esto es sumamente positivo y alentador para el mercado inmobiliario siempre y cuando se logre instrumentar una política lo suficientemente sólida para permitir su sostenimiento en el tiempo, sin importar cambios de banderas políticas o vaivenes económicos.

Lo anteriormente mencionado se transforma en una enorme barrera para una gran masa de la sociedad que no cuenta con los fondos suficientes para la compra de inmuebles, y únicamente puede hacerlo si logra acceder a mecanismos de financiación.

Muchas empresas privadas han desarrollado esquemas de financiación propia para suplir esa demanda, pero no es suficiente. Es necesario el desarrollo de un mercado de crédito sólido y sostenible por parte del sector bancario, con apoyo del Estado Nacional, a fin de transformarlo en una política de estado que permita su continuidad en el largo plazo.

## **2.2 Conclusiones del Análisis Externo**

Se atribuye al economista Premio Nobel de Economía Simon Kuznets, famoso por sus estudios empíricos sobre distribución del ingreso y crecimiento económico, haber formulado la siguiente frase: *“Existen cuatro clases de naciones: países desarrollados, países en desarrollo, Japón y Argentina”*. La excepcionalidad de Japón sería en sentido positivo, reflejando su capacidad para el despegue económico luego de la Segunda Guerra Mundial, a pesar de sus escasos recursos naturales y de haber sufrido el ataque de dos bombas nucleares. Argentina sería un ejemplo de excepcionalidad negativa, dado que, pese a sus amplios recursos naturales y al temprano desarrollo de sus fuerzas productivas, habría sufrido un persistente deterioro de sus indicadores económicos.

Aparentemente, entender a nuestro país es una tarea extremadamente compleja, únicamente reservada para grandes eruditos, pero la realidad de

fondo es muy simple: se gasta más de lo que se genera, y eso ha llevado a nuestra economía a un ciclo constante de crisis recurrentes, que socavan año tras año todos los indicadores de bienestar social (empleo, salud, educación, etc.).

Gobierno tras gobierno, todos creyeron tener la solución a los problemas argentinos; o, simplemente, no tuvieron un interés real en resolverlos. El clientelismo político y la corrupción son más rentables a la hora de sumar votos para perpetuarse en el poder, en detrimento de generaciones de argentinos que naturalizan vivir en una situación de crisis constante.

El sector de la construcción no es ajeno a esta realidad ya que está intrínsecamente relacionado con los sectores políticos, económicos y sociales. Necesita previsibilidad para la toma de decisiones, dado que sus proyectos involucran el largo plazo y montos significativos de inversión de capital.

El precario desarrollo del crédito hipotecario en Argentina es una clara muestra de ello. Tanto empresas desarrollistas como inversionistas han tenido que ajustar su comportamiento a una realidad que dista de ser la ideal para afianzar el crecimiento sostenido del mercado de la construcción en nuestro país.

Pareciera ser que, en esta oportunidad, el gobierno de “Cambiemos” intentará precisamente cambiar el rumbo de nuestro país. Será el tiempo quien pondrá en evidencia si los resultados de sus propuestas son lo suficientemente contundentes para dar vuelta la página a un nuevo capítulo de la historia argentina.

### III. MODELO DE NEGOCIO

#### 3.1 *Crowdfunding*: el Nuevo Fenómeno de la Financiación Colectiva

*“El crowdfunding o financiación colectiva consiste en la puesta en marcha de proyectos mediante aportaciones económicas de un conjunto de personas”* (Rivera Butzbach, 2012). Por lo general se trata de micro-financiación, es decir, cada participante financia una pequeña parte del proyecto.

Se puede definir como una técnica de captación y recaudación de fondos llevada a cabo a través de Internet, en la que muchas personas interesadas en un mismo proyecto aportan una cantidad de dinero, más o menos pequeña, para financiarlo.

Pero lo que ocurre con el *crowdfunding* va más allá de una simple definición; *“se trata de un movimiento social que parte de la idea de apoyo, de promoción de proyectos, muchos de ellos solidarios, pero también de otro tipo como videojuegos, películas, libros, discos, etc”* (Rivera Butzbach, 2012).

La prueba más fehaciente de la magnitud de este fenómeno es la enorme extensión y variedad de sitios de lanzamientos de proyectos y la gran cantidad de proyectos financiados con éxito. A modo de ejemplo, solamente visualizando las estadísticas del sitio [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com) (una de las plataformas de financiamiento colectivo de mayor crecimiento de los últimos años), se pueden contabilizar 152.257 de proyectos financiados con éxito a octubre de 2018, por la suma total de USD 3.952.047.095<sup>7</sup>.

El *crowdfunding* surge como parte de un fenómeno global, en base a los siguientes factores:

- Internet va evolucionando hacia la interactividad, la participación, las redes sociales y la economía de red.

---

<sup>7</sup> (Kickstarter, 2018)



- Hay un aumento en la economía social, sobre todo el modelo cooperativo.
- Se ha llegado a una masa crítica en el uso de Internet de forma que un porcentaje mayoritario tiene acceso.
- Popularización de las herramientas de automatización que permite a un amplio sector de técnicos crear portales dinámicos, como los portales de financiación colectiva.

La financiación colectiva es una forma de financiación que se está popularizando y consolidando como forma estable de financiar proyectos. Con internet se ha llegado a una cultura de masas y a una alfabetización suficiente en el uso de las tecnologías de información. Ahora con un simple clic se puede alcanzar a millones de personas de forma inmediata, algo impensado antes de la llegada de internet.

El éxito de esta fórmula de financiación colectiva aplicable a muchos y muy diferentes tipos de proyectos radica en que:

- es fácilmente accesible, gracias a Internet, para una multitud de personas.
- no requiere fuertes inversiones que, en la mayoría de los casos, son decididas por cada persona; la suma de ellas es lo que cuenta.
- el mecanismo de pago y recepción de fondos es fácil y rápido.
- no existen intermediarios que encarecen los proyectos; por lo que además los financiadores se sienten más vinculados al proyecto financiado.
- sustituye fórmulas tradicionales de financiación (bancaria, financiación corporativa como pueda ser el capital riesgo) a las que el proyecto o el emprendedor no tienen acceso por distintas razones o que, en un entorno de crisis, son imposibles de conseguir la mayoría de las veces.

En el *crowdfunding* existen tres sujetos o partes diferenciadas:

- el que busca la financiación para su proyecto (emprendedores y creativos),
- las personas que aportan fondos (los financiadores), y
- la plataforma tecnológica que facilita el contacto entre unos y otros, la cual lleva a cabo las tareas de selección de los proyectos, en la mayoría de los casos y, también, de asesoramiento, licencia de software y otras por las que, en algunos supuestos, puede cargar comisiones.

El *crowdfunding* permite que un proyecto sea una realidad, siempre que haya un conjunto de personas que realmente crea que merece la pena invertir en él. Se rompe con la dependencia de que su impulsor disponga de los recursos, los contactos, los avales o las garantías necesarias para conseguir el apoyo y la financiación a su proyecto.

### **3.1.1 Tipos de *Crowdfunding***

Como se mencionó al inicio del punto anterior, las campañas de *crowdfunding* pueden difundir iniciativas muy diversas: desde proyectos artísticos o culturales hasta tecnológicos, pasando por los más empresariales o incluso científicos. A su vez, estas iniciativas pueden ser con o sin ánimo de lucro.

Debido a esta diversidad, con necesidades y objetivos muy distintos, podemos agruparlas en cuatro tipologías de *crowdfunding* según sea el tipo de contraprestación que recibe el conjunto de personas que colaboran:

Tabla N°4: Tipologías de *crowdfunding*

CATEGORÍA DE CROWDFUNDING	FORMA DE CONTRIBUCIÓN	DESCRIPCIÓN	EJEMPLO	
			Sitio Web	Descripción
Donación	Donación	quien hace una aportación a un proyecto no espera ninguna contraprestación por ello, es totalmente altruista; normalmente se utiliza en campañas con fines sociales o culturales.	<a href="http://www.kukumiku.com">www.kukumiku.com</a>	plataforma que acepta proyectos de particulares u ONG's con la condición de que sean sin ánimo de lucro.
Recompensa	Donación / pre-compra	quien hace una aportación recibe una contraprestación, normalmente en forma de producto o servicio, como recompensa a su colaboración	<a href="http://www.giflybike.com">www.giflybike.com</a>	Quien participaba del fondeo adquiría una de las bicicletas a construirse a un precio promocional y de forma anticipada a su lanzamiento al mercado
Préstamo	Préstamo	quien realiza una aportación lo hace por la rentabilidad económica futura que le aportará, en forma de intereses; es el llamado micropréstamo o microcrédito.	<a href="http://www.afuenta.com">www.afuenta.com</a>	Quien aporta fondos recibe un % de rentabilidad sobre el capital destinado a préstamos financieros a terceros-
De Capital	Inversión	quien hace una aportación recibe a cambio una participación en el capital de la empresa, que le podrá aportar o no un futuro rendimiento económico.	<a href="http://www.prodigywork.com">www.prodigywork.com</a>	Se invierte en la compra de inmuebles, que luego de puestos en valor se comercializan y se distribuye la utilidad entre los participantes.

Fuente: Elaboración propia

A su vez, el lanzamiento de cualquier campaña se puede llevar adelante a través de una plataforma propia o de una plataforma externa:

1) plataforma propia: quien decide llevar adelante un proyecto crea su propio sitio web para lanzar su campaña y recibir el apoyo de quienes financiarán su proyecto. Son plataformas independientes que permiten establecer un vínculo directo entre las partes intervinientes.

2) Plataforma externa: Se trata de la opción más popular en internet. Es un intermediario entre las partes, donde se vinculan aquellos que presentan proyectos con aquellos que disponen de los fondos para invertir. Por lo general, cobran un porcentaje de lo recaudación por el

uso de la plataforma, y su publicación es por un tiempo limitado. El ejemplo más claro de esto es el sitio web [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com).

La elección del tipo de plataforma por parte de quien decide llevar adelante un proyecto va a depender de la valoración que haga de varios aspectos: mientras que a través de una plataforma propia se logra un control total sobre el desarrollo de la campaña (uno maneja los tiempos de captación de fondos, y sin costos por uso de plataformas de terceros), el uso de una plataforma externa permite acceder rápidamente a una masa crítica de potenciales inversionistas mediante un sitio web de efectividad ya probada, con sistemas de funcionamiento validados y testeados por infinidad de campañas anteriores.

### **3.1.2 FODA del *Crowdfunding***

Dentro de este punto se procede a analizar las ventajas y desventajas que presenta el *crowdfunding* como método de financiación, realizando para ello un Análisis DAFO con el que se busca identificar sus aspectos positivos y negativos, así como los retos a los que se enfrenta y las oportunidades de las que dispone.

#### **Fortalezas**

- Otorga la oportunidad de medir el impacto que tendrá una idea, o testear la aceptación de un producto en el mercado a un costo relativamente menor que el de los canales más tradicionales de investigación de mercado.
- Permite vender un producto antes de fabricarlo, lo que reduce su necesidad de financiamiento.
- Facilita el acceso al capital, reduciendo el riesgo de inversión. No exige grandes requisitos ni avales, únicamente siendo necesario solicitar los fondos a través de una plataforma y que sean los consumidores potenciales los que financien la idea.

- Permite acceso al financiamiento a empresas que normalmente tienen acceso muy limitado por no disponer de garantías.
- Elimina la cadena de intermediarios que encarecen los proyectos y sustituyen a fórmulas tradicionales de financiación.
- Permite a los emprendedores mantener el derecho a tomar las decisiones dentro de la compañía, ya que no deben vender porcentajes de participación de su empresa para acceder a financiamiento.
- Permite a las personas invertir pequeñas sumas para ingresar a un negocio, incrementando así la masa crítica de potenciales inversionistas.

### **Debilidades**

- Las ideas publicadas pueden ser fácilmente copiadas por competidores si el proyecto no es correctamente protegido.
- En caso de fracaso de un proyecto, la gran exposición pública puede repercutir negativamente en la imagen del gestor del negocio.
- Desafíos administrativos y contables: es necesario entender que la rendición de cuentas debe realizarse a un universo mayor de inversionistas que aportaron su dinero para un determinado proyecto, lo que implica preparar una estructura de comunicación que permita dar respuesta a los nuevos requerimientos.

### **Oportunidades**

- Internet crece día tras día, sumando personas y nuevos dispositivos conectados en todas partes del mundo. Esto incrementa la masa de potenciales participantes de proyectos de *crowdfunding*.
- Existe un interés creciente en proyectos de *crowdfunding*: la existencia cada vez mayor de información sobre el tema, sumado a una creciente cantidad de casos de éxito que van ganando popularidad, permite que el tema sea conocido por una cantidad creciente de personas; todo esto reduce el desconocimiento o temor que existe a participar en este tipo de proyectos de inversión.

- Simplificación en los mecanismos para mover el capital por el mundo: se puede transferir dinero a distintas partes del mundo y de forma casi inmediata.
- Utilización creciente de contratos digitales y tecnología *blockchain*, que eliminan formalidades a la hora de celebrar contratos a distancia y facilitan la trazabilidad de las transacciones entre partes.

### **Amenazas**

- Inseguridad jurídica: la legislación existente sobre *crowdfunding* es escasa o nula dado que se trata de un método de financiación relativamente reciente. Esto puede hacer que cambien las reglas de juego tanto para los gestores de negocio como para los inversionistas, con nuevas regulaciones impositivas o de funcionamiento.
- El aumento en el número de proyectos, así como de plataformas, puede dificultar al inversor la elección de proyectos. Una plataforma repleta de proyectos inútiles alejará al inversor de proyectos interesantes que permitan el desarrollo del *crowdfunding*.

### **3.1.3 Conclusiones sobre el *Crowdfunding***

El *crowdfunding* se puede definir como una técnica de captación y recaudación de fondos llevada a cabo a través de Internet, el cual ha experimentado un gran desarrollo a nivel mundial en los últimos años como parte de un fenómeno global donde la tecnología ha eliminado las barreras existentes para la libre movilidad de información y de capitales desde y hacia cualquier parte del mundo.

Constituye una alternativa donde los agentes con excedentes de recursos y los agentes que los necesitan se encuentran directamente (o casi directamente) en el mercado. Esto, permite que diferentes costes, sobre todo los de transacción, se reduzcan enormemente, facilitando que la interacción entre la oferta y la demanda.

Tras analizar todos los aspectos destacados del *crowdfunding*, podemos concluir que se trata de un método de financiación con fortalezas internas muy particulares, que no se observan en otras modalidades de acceso al crédito. Su éxito responde a una sumatoria de causas, pero su permanencia como instrumento financiero ya es un hecho, haciendo posible llevar adelante cada vez mayor cantidad de proyectos que difícilmente habrían tenido financiación tradicional; pero de la misma forma, también proyectos que se podrían haber financiado por vías tradicionales.

En contraposición, la enorme visibilidad que internet genera sobre los proyectos puede convertirse en una debilidad si no es manejada correctamente, siendo clave contar con una clara estrategia de comunicación durante el desarrollo del mismo. Y no es menor destacar el rol que juegan las posibles legislaciones a crearse sobre la materia, que hasta podrían frenar completamente su avance (acabando así con una de las pocas alternativas de financiación con la que cuentan las pequeñas empresas). Por todo lo mencionado, resulta fundamental dotar al proyecto de una estructura jurídica que otorgue credibilidad y confianza sobre el destino y retorno de los fondos invertidos.

## **3.2 Aspectos Legales**

### **3.2.1 El Contrato de Fideicomiso**

#### **3.2.1.1 Concepto**

El Fideicomiso es una especie dentro del género de los negocios fiduciarios. Consiste en la afectación por parte de una persona de un bien o un conjunto de bienes a un fin determinado, para el beneficio de esa misma persona u otra, por un lapso de tiempo subordinado a un plazo o a una condición.

El Nuevo Código Civil y Comercial en su artículo 1666 define al contrato

de fideicomiso de la siguiente forma: "*Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario*" (Ley N° 26.994, 2014).

En otras palabras, el fideicomiso es un contrato cuyo contenido y valor dependerán de la calidad del negocio subyacente y del encargo de confianza que le haya realizado el Fiduciante, dueño de los bienes que se van a transmitir al Fiduciario, que será el propietario de dicho patrimonio durante la vigencia del contrato. Este lo administrará a su mejor saber y entender como un negocio jurídico específico, en función de los beneficiarios designados contractualmente, pero asumiendo que esa transferencia fue realizada en forma acotada y sujeta a un plazo y/o condición previamente establecida. Dada la importancia de la figura y su aplicación práctica, conviene resumir las principales características:

- Se crea un patrimonio distinto y separado del propio de fiduciantes y fiduciario.
- No tiene personería jurídica; si tributaria y fiscal.
- Es un instrumento destinado a fomentar los negocios, a través de una persona distinta e idónea, que es el fiduciario.
- Es un contrato bilateral, consensual y real que necesita de la transferencia de bienes.
- Se materializa y justifica en pos del beneficiario.
- Tiene tres momentos relevantes: a) la transferencia de los bienes del fiduciante al fiduciario; b) el desempeño del fiduciario como propietario en cumplimiento del encargo, y c) la transferencia de los bienes de fiduciario a Beneficiarios y fideicomisario.
- La insuficiencia de los bienes permite la liquidación extrajudicial a cargo del fiduciario, sin aplicar la Ley de Concursos y Quiebras.
- El fiduciario debe llevar una contabilidad independiente por cada fideicomiso.



- La duración máxima es de 30 años, con excepción de los Fondos Forestales de Inversión Directa (ley 25.080) o que el Beneficiario sea un incapaz.

La principal característica del fideicomiso es la de tratarse de un patrimonio de afectación a un fin, de modo que los bienes transferidos en fiducia constituyen un patrimonio de afectación autónomo, distinto del patrimonio del constituyente, del patrimonio del fiduciario y del patrimonio del beneficiario, sobre el cual ninguno de ellos tiene un derecho real de dominio. Integran un patrimonio diferente que no puede ser afectado por los acaecimientos que corran los patrimonios de quien dio en fiducia, ni de quien lo recibió para administrar, ni del destinatario final.

Así, Molina Sandoval expresa que *“la principal ventaja del fideicomiso reside en concretar la más variada gama de negocios jurídicos con tonalidad fiduciaria. Las partes del contrato tienen amplia libertad para adaptarlo según sus necesidades. Las partes tienen libertad para fijar un molde fiduciario de acuerdo con las necesidades del negocio subyacente”* (Molina Sandoval, 2007).

### **3.2.1.2 Caracteres**

Respecto a las características del contrato de fideicomiso podemos decir que reviste los siguientes caracteres:

- Consensual: produce efectos desde que las partes manifiestan recíprocamente su consentimiento, resultando la entrega de los bienes en propiedad un acto de ejecución del convenio, cuya falta autoriza a reclamar la entrega y el otorgamiento de las formalidades que imponga la naturaleza de los bienes.
- Bilateral: genera obligaciones recíprocas para fideicomitente (debe entregar la cosa y la remuneración del encargo) y fiduciario (debe administrar la cosa de acuerdo con las disposiciones de la convención).

- Onerosa: el beneficio que procura a una de las partes sólo le es concedido por una prestación que ella le ha hecho o se obliga a hacerle y el constituyente del fideicomiso debe al fiduciario una comisión.
- Formal: a partir de las modificaciones introducidas en la Ley N° 26.994, El contrato de Fideicomiso debe inscribirse en el Registro Público que corresponda.
- Conmutativa: las partes en el contrato de fideicomiso conocen las ventajas y desventajas para cada una de las partes; son ciertas y susceptibles de apreciación inmediata, o sea que no son aleatorias, inciertas.
- De tracto sucesivo: el contrato se caracteriza por la transmisión de la propiedad fiduciaria con el fin de constituir un fideicomiso que se extenderá en el tiempo. Si bien existe un acto que implica la transmisión fiduciaria de un bien, tiene por finalidad que se lleva a cabo el mandato fiduciario a lo largo del tiempo.
- Típica: el contrato cuenta con una regulación que permite considerarlo típico.
- *Intuitu personae*: las funciones del fiduciario no pueden ser realizadas por cualquier persona. La persona tendrá ciertas cualidades objetivas que requiere un acto de confianza personal, además de su capacidad técnica en la realización del encargo fiduciario.

### 3.2.1.3 Partes

Las partes en el contrato de fideicomiso son las siguientes:

- a) El fiduciante, que es la parte que transfiere a la otra bienes determinados. Tiene que poseer el pleno dominio de los bienes dados en fideicomiso.
- b) El fiduciario, que es la parte a quien se transfieren los bienes y que está obligada a administrarlos con la prudencia y diligencia propias del buen hombre de negocios, que actúa sobre la base de la confianza depositada en él. Puede ser cualquier persona física o jurídica, pero nadie puede ofrecerse a actuar

como fiduciario financiero a menos que se trate de entidades financieras autorizadas a funcionar como tales o las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores, la que establecerá los requisitos que deban cumplir.

El fiduciario puede ser beneficiario. En tal caso, debe evitar cualquier conflicto de intereses y obrar privilegiando los de los restantes sujetos intervinientes en el contrato.

c) El beneficiario que es la persona en cuyo beneficio se ha instituido el fideicomiso, pudiendo o no ser el destinatario final de los bienes.

Puede ser una o varias personas físicas o jurídicas; inclusive, pueden ser personas que no existan en el momento de celebrarse el contrato, siempre que consten los datos que permitan su individualización

d) El fideicomisario es la persona a quien se transmite la propiedad al concluir el fideicomiso. Puede ser el fiduciante, el beneficiario, o una persona distinta de ellos. No puede ser fideicomisario el fiduciario.

#### **3.2.1.4 Objeto**

Según el Artículo 1670 de la Ley N° 26.994 *“pueden ser objeto del fideicomiso todos los bienes que se encuentran en el comercio, incluso universalidades, pero no pueden serlo las herencias futuras”* (Ley N° 26.994, 2014).

#### **3.2.1.5 Extinción del Fideicomiso**

Dentro de las causales previstas dentro del Nuevo Código Civil y Comercial, podemos decir el Contrato de Fideicomiso se extingue por:

- a) el cumplimiento del plazo o la condición a que se ha sometido, o el vencimiento del plazo máximo legal;
- b) la revocación del fiduciante, si se ha reservado expresamente esa facultad;
- c) cualquier otra causal prevista en el contrato.

La extinción del fideicomiso obliga al fiduciario a entregar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores, a otorgar los instrumentos y a contribuir a las inscripciones registrales que correspondan.

### **3.2.2 El Fideicomiso Financiero**

El artículo 1690 de la Ley 26.994 define al fideicomiso financiero como aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, mientras que beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.

A continuación, se mencionan los caracteres esenciales del fideicomiso financiero:

- los fiduciarios deben ser entidades financieras o sociedades especialmente autorizadas por la Comisión Nacional de Valores.
- Para que el fideicomiso sea financiero no es necesaria la oferta pública de los títulos emitidos, y la Comisión Nacional de Valores únicamente intervendrá en aquellos casos en que los certificados de participación o títulos de deuda hagan oferta pública.

Para el caso puntual del modelo de negocios planteado en este trabajo, se establece la necesidad de implementar un fideicomiso Financiero; la oferta publicitaria a través de un sitio web es entendida como Oferta Pública, lo que

obliga a estructurar el negocio bajo la forma jurídica anteriormente desarrollada.

### **3.2.3 Conclusiones sobre los Aspectos Legales**

En un mercado que crece y se diversifica a un ritmo vertiginoso, se hace necesario contar con instrumentos capaces de satisfacer las nuevas exigencias del mundo de los negocios.

El Fideicomiso es uno de los más claros exponentes de lo anteriormente planteado. El éxito de su figura para estructurar negocios de toda índole se fundamenta en su marco legal y técnico, ya que presenta ventajas diferenciales y de alto valor, entre las que podemos destacar:

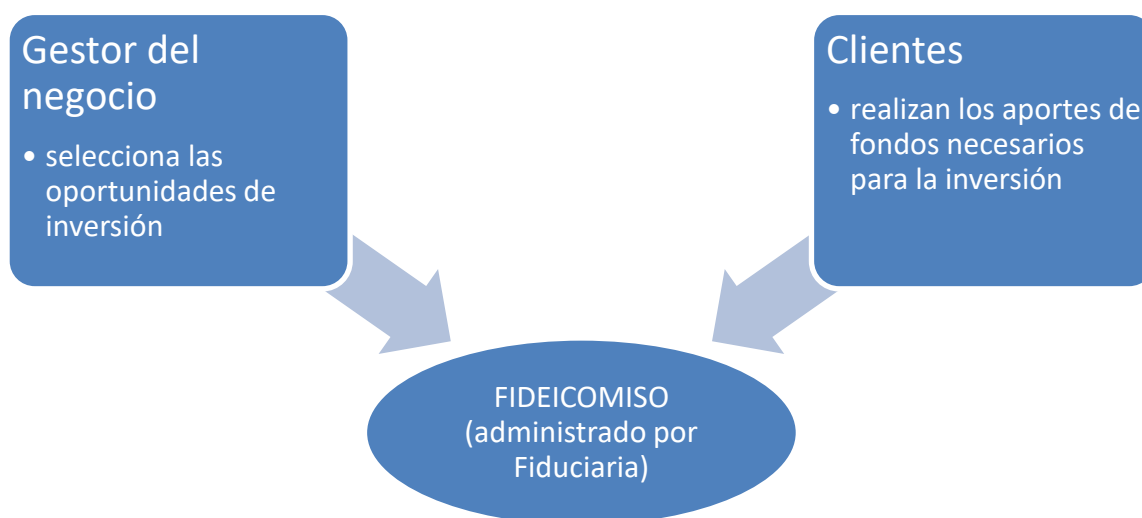
- Se crea una relación contractual sin establecer una vinculación societaria.
- Es temporal y específico, por lo que la relación finaliza cuando se cumple el objetivo para el cual fue creado.
- Disminuye significativamente el riesgo del inversor en cuanto a cambios potenciales y grado de cumplimiento de lo proyectado, dado que en el contrato quedan establecidos todos los aspectos claves de su funcionamiento.
- La independencia del nuevo patrimonio de los patrimonios propios de fiduciario y fiduciantes.
- Permite la transferencia de derechos del beneficiario, se liquida mucho más rápido que una sociedad, y permite incluso, la sustitución del fiduciario.

Por todas estas razones, se convierte en el instrumento ideal para la estructuración del proyecto que se planteará en los puntos posteriores de este trabajo de tesis.

### 3.3 Esquema de Funcionamiento del Modelo de Negocio

El concepto es bastante simple, los gestores del negocio seleccionan y proponen la inversión en una serie de activos inmobiliarios que son adquiridos con los aportes monetarios realizados por los inversores que deseen participar, mediante la constitución de Fideicomiso Financiero creado a tal efecto. Este Fideicomiso es administrado por una Fiduciaria previamente designada (y autorizada a operar como tal por la Comisión Nacional de Valores), quien es la responsable del manejo de los fondos y de ejecutar todas las tareas que sean necesarias para la concreción del negocio.

Diagrama N°1: Esquema de funcionamiento del modelo de negocio



Fuente: Elaboración propia

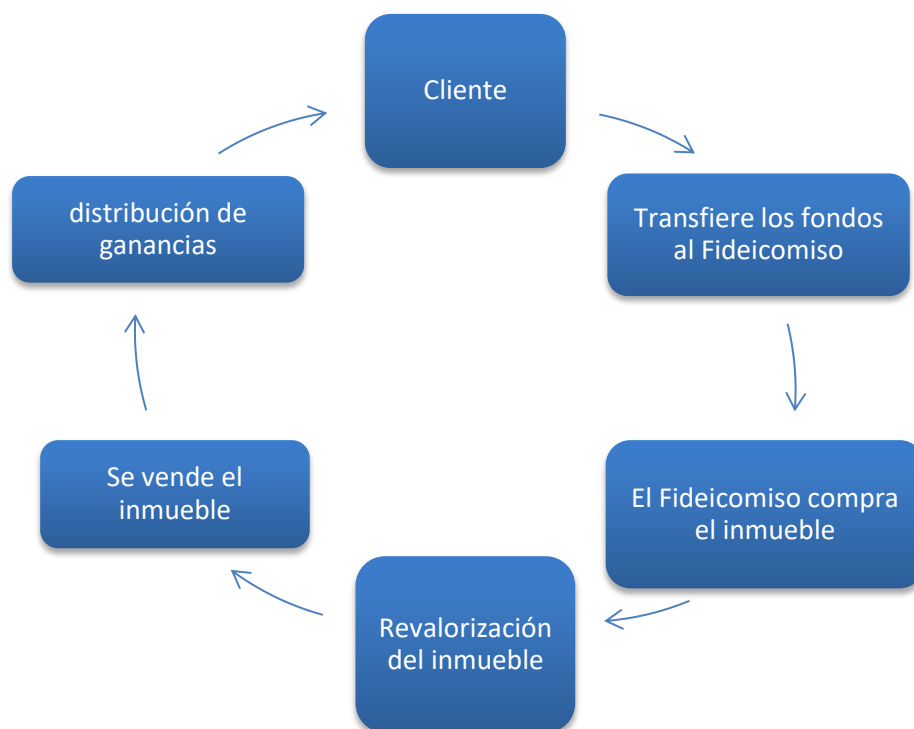
Posteriormente, los inmuebles son revendidos en el plazo en el que su revalorización sea óptima, generando una ganancia para todos los inversores que ingresaron al negocio.

El Gestor es el encargado de tomar todas las decisiones y llevar

adelante el negocio, siempre buscando el objetivo de maximizar la utilidad de cada uno de los inversores que participan. Para ello, y como contraprestación por los servicios prestados, recibe un porcentaje de la ganancia obtenida

El gráfico a continuación ejemplifica la situación descrita desde la óptica del inversor/cliente:

Diagrama N°2: Esquema de funcionamiento del modelo de negocio desde la óptica del inversor/cliente:



Fuente: Elaboración propia

Una vez cumplido el ciclo, los inversores pueden elegir entre recibir las ganancias generadas más su capital inicial o reinvertirlo (entero o parcialmente) en nuevos proyectos ofrecidos por el gestor del negocio.

Vale aclarar que este tipo de negocios se encuentra sujeto a una serie

de riesgos particulares y propios del mercado inmobiliario y financiero, no pudiendo asegurar el gestor del mismo la obtención de la rentabilidad proyectada al inicio del proyecto. Es muy importante que las personas que participan mediante sus aportes de capital sean conscientes de ello.



## IV. VIABILIDAD ECONÓMICO - FINANCIERA

### 4.1 Análisis y Detalle del Proyecto

El proyecto “*Edificio Av. Maipú*” es un edificio de oficinas a desarrollarse sobre la Avenida Maipú de la ciudad de Córdoba, una de las arterias principales de mayor accesibilidad al centro de la ciudad.

Ubicado entre las calles Rosario de Santa Fe y 25 de Mayo, este terreno de 687 m<sup>2</sup> permite la construcción de 8.025 m<sup>2</sup> de superficie, distribuidos entre cocheras que funcionarán como parking público, un local comercial y espacio aéreo para uso de oficinas.

Tabla N°5: Descripción del proyecto Edificio Av. Maipú

DESCRIPCIÓN	UNIDADES	MT2
Cocheras	95	3.216
Local Comercial	1	60
PB e Ingreso	1	87
Espacio Aéreo	40	4.662
<b>TOTAL</b>		<b>8.025</b>

Fuente: Elaboración propia

Tanto las superficies como el nivel de terminaciones serán de nivel estándar medio/alto, logrando un producto con excelente relación precio/calidad.

La construcción del edificio está prevista realizarse en un plazo de 36 meses, a partir de enero del año 2019.

El parking tendrá 2 niveles de subsuelo, llegando hasta el segundo piso del edificio. A partir del piso N° 3 y hasta el piso N° 12 comenzará el desarrollo de oficinas, ubicándose 4 módulos por planta. Vale aclarar que cada planta fue diseñada de forma tal de permitir la unificación de oficinas, ofreciendo flexibilidad a un inversor que desee disponer del 100% de la planta como una única oficina en caso de requerirlo.

Cada planta cuenta con un único núcleo central de baños compartidos, permitiendo ganar metros de oficina y tercerizar el mantenimiento de la limpieza de los espacios comunes. De esta forma se logran maximizar los metros propios de oficinas, eliminando las interferencias a la hora de definir la disposición interna del mobiliario.

Tabla N°6: Composición del espacio aéreo del proyecto Edificio Av. Maipú

<b>OFICINA</b>	<b>MT2 PROPIOS</b>	<b>MT2 COMUNES</b>	<b>TOTAL MT2 POR PLANTA</b>	<b>TOTAL MT2 EN EDIFICIO</b>
Oficina Frente A	82	33	115	1.148
Oficina Frente B	81	33	114	1.143
Oficina Contrafrente C	81	33	114	1.136
Oficina Contrafrente D	64	26	90	905
<b>TOTAL OFICINAS POR PLANTA</b>	<b>309</b>	<b>125</b>	<b>433</b>	<b>4.331</b>

Fuente: Elaboración propia

Cada oficina se ofrece con un equipo aire acondicionado bajo silueta instalado, que permite diagramar el recorrido de los ductos de aire según la necesidad de cada cliente. A su vez el sistema eléctrico está previsto de forma suspendida en el techo, evitando la incomodidad y mayores costos que genera el piso técnico.

## 4.2 Plan de Negocio

Se presenta la oportunidad de comprar metros de oficina a un precio de preventa por debajo del precio final de mercado que va a tener el producto, el cual fue verificado mediante relevamiento de oficinas de similares características y ubicaciones realizado a través de diversos sitios web de clasificados de inmuebles e incorporado en el Anexo N° 1:

- Precio de mercado actual de productos similares terminados: USD 1.600. Se toma como punto de partida el promedio de los precios de venta más bajos relevados dentro del Anexo N° 1.
- Precio de preventa antes de lanzamiento: USD 1.000. El valor fue definido por la constructora que lleva adelante el desarrollo del proyecto. En el Anexo N° 2 se detalla el precio de venta de lanzamiento para un proyecto de oficinas tomando como referencia la planilla de cálculo de costos confeccionada por el Colegio de Arquitectos de la Provincia de Córdoba para un edificio de Oficinas.

Se propone la conformación de un Fideicomiso Financiero para la compra de un paquete de metros cuadrados de oficina a precio de preventa; para luego esperar 36 meses a que el edificio esté 100% terminado para proceder a su venta en etapas durante los 12 meses posteriores. Se estima que el precio de mercado luego de transcurrido el plazo va a rondar entre USD 2000 y USD 2.500, en base al relevamiento de precios que se realizó previamente al lanzamiento del negocio, y que se encuentra incorporado al siguiente trabajo como Anexo N° 1.

La Fiduciaria “*Compañía Fiduciaria Cordobesa SA*” se encargará de administrar el capital y las operaciones de compra y posterior venta de los lotes.

Una vez consolidado el proyecto se comenzará con la venta de las oficinas en el año posterior a la construcción de las mismas, y de esta manera

se espera lograr una rentabilidad total en dólares superior al 40% en el plazo de 4 años.

El equipo de especialistas de “*PS Desarrollos Inmobiliarios*” actuará como gestor del negocio, definiendo el mejor momento de venta con el objetivo de procurar el mayor retorno posible de la inversión.

#### Sujetos Intervinientes:

- *PS Desarrollos Inmobiliarios*: Es una sociedad constituida bajo las leyes de la República Argentina, dedicada a la administración, ejecución, asesoramiento e inversión en negocios inmobiliarios. Será designada Administrador General del Fideicomiso.
- *Compañía Fiduciaria Cordobesa SA* es una empresa constituida bajo las leyes de la República Argentina, dedicada a la participación, como fiduciario, en proyectos inmobiliarios. Se encuentra autorizada por la Comisión Nacional de Valores para operar como Fiduciario del Fideicomiso.
- Fiduciantes / Beneficiarios: son las personas que realizan aportes al proyecto, los cuales se registran en cuota partes. Cada cuota parte otorgará a los Beneficiarios el derecho a cobro de un rendimiento variable.
- Constructora: es la empresa a cargo de la ejecución del edificio, que ofrece en venta los metros de oficina a precio de preventa antes de iniciar con la obra, dado que necesita capital para poder avanzar con la compra de los materiales necesarios para su ejecución.

#### Línea de tiempo:

1) Fondéo del proyecto – Mes 0: corresponde al momento donde ya se cuenta con el 100% de los fondos necesarios para la compra del paquete de mt2 de oficinas. Además, se erogan los gastos de constitución y honorarios previos al

inicio.

2) Adquisición – Mes 1: Una vez que finaliza la etapa de fondeo, PS Desarrollos Inmobiliarios ordena al fideicomiso que proceda con la compra de un paquete de mt2 de oficinas ubicados en distintos sectores del edificio. Coincide con el momento de inicio de la obra.

3) Consolidación – Mes 36: Se esperará hasta la finalización de la obra, estimando un aumento de precio de mercado para esta fecha.

4) Venta – Mes 38 a Mes 48: A partir de ese momento se comenzará con la venta de oficinas. Cuando se hayan vendido la totalidad de las oficinas del paquete los inversores habrán recibido los retornos proporcionales a su inversión.

## **4.3 Flujo de Fondos**

### **4.3.1 Supuestos iniciales del Flujo de Fondos:**

- La moneda utilizada son Dólares Americanos. Aquellos valores iniciales en Pesos Argentinos fueron convertidos utilizando el tipo de cambio de \$38 por cada USD, tomando como referencia la cotización del Banco Nación Argentina para el día 05 de octubre de 2018 (tipo de cambio comprador 36,9 – tipo de cambio vendedor 38,8)
- El horizonte temporal del negocio es de 48 meses, siendo el Momento 0 la integración del 100% del capital aportado y la constitución del Fideicomiso. En el mes 1 se procederá a la compra de 866 mt2 de oficinas, equivalente a 8 oficinas distribuidas en 2 pisos del edificio.
- La finalización del edificio está prevista para el mes 36. A partir de ese momento se comienza con la venta al público de las oficinas adquiridas, estimando la venta en bloques de a dos oficinas en los meses 38, 41, 44 y 47.

- El fondeo necesario para la adquisición de los mt2 de oficinas es de USD 972.000. Para ello se prevé la conformación de un grupo cerrado de 180 aportantes, los cuales van a participar invirtiendo USD 5.400 cada uno.
- El valor de compra del USD 1.000 por mt2 incluye IVA del 21%.
- El precio de venta que se logre de cada oficina incluye IVA dentro del valor del mt2.
- Los saldos de libre disponibilidad serán depositados en un Fondo Común de Inversión, el cual generará una rentabilidad mensual que será incorporada dentro del resultado del negocio. Se estima una rentabilidad anual del 3% en dólares, según descripción detallada del funcionamiento del fondo que se adjunta en el Anexo N° 3.
- A partir del momento de recepción de las unidades terminadas, el Fideicomiso absorberá los costos de expensas y mantenimiento hasta que se haya producido la venta del 100% de los mt2 adquiridos en función al cronograma de venta estimado. Se estima que para esa fecha las expensas van a representar un costo de USD 105 mensuales por oficina, según referencia de valores de mercado.
- Los honorarios legales para el armado de la estructuración jurídica del negocio y de los instrumentos a firmar se abonan al momento de la conformación del Fideicomiso (Momento 0). Su cálculo se detalla en el Anexo N° 4.
- Los costos de inscripción y constitución del Fideicomiso por un total de USD 316 + IVA se abonan al Momento 0. Dicho valor se obtuvo del tarifario establecido dentro del sitio web perteneciente a la Inspección General de Justicia dependiente del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos de la Nación. Su cálculo se detalla en el Punto 5.1 dentro del Anexo N° 5.
- Al momento de la conformación del Fideicomiso (Momento 0) la Fiduciaria percibe un honorario de USD 3.000 + IVA. Y al momento final del negocio, en concepto de liquidación del Fideicomiso, se estipula un monto único de USD 500 + IVA. El criterio para la definición de dichos valores se encuentra detallado dentro del punto 5.2 en el Anexo N° 5.

- Los Honorarios mensuales de la Fiduciaria comienzan a devengarse al momento de la compra de las unidades, y finalizan cuando se haya comercializado la última unidad adquirida por el Fideicomiso. El monto se determina en USD 500 + IVA, y el criterio para la definición de dicho importe se encuentra detallado dentro del punto 5.2 en el Anexo N° 5.
- Desde el momento de la conformación del Fideicomiso corresponde el pago de USD 480 + IVA mensuales al Estudio Contable encargado de llevar adelante la Administración y Auditoría. Además, se considera un pago anual de USD 4.910 + IVA en concepto de Certificación de Balance del Fideicomiso, por cada año que dure el negocio. Dichos valores se definieron tomando como referencia los Honorarios Mínimos sugeridos por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Santa Fe, de fecha 21 de septiembre de 2018. Su cálculo se detalla en el Punto 5.3 dentro del Anexo N° 5.
- *PS Desarrollos Inmobiliarios* fija como valor mínimo de venta de las oficinas USD 1.600 por mt2. A partir de ese precio cobrará el 30% en concepto de Honorarios sobre el excedente de precio que se logre (por ejemplo: si el precio de venta logrado es de USD 2.000 por mt2, *PS Desarrollos Inmobiliarios* cobrará el 30% de USD 400 por metro cuadrado vendido). Los cobrará el último mes al momento de dar cierre al negocio.
- Además, *PS Desarrollos Inmobiliarios* cobrará el 50% de la rentabilidad obtenida por el depósito de los fondos disponibles en un Fondo Común de Inversión. Los cobrará el último mes al momento de dar cierre al negocio.
- Para poder operar correctamente, *PS Desarrollos Inmobiliarios* debe afrontar todos los meses costos de estructura por USD 1.800 + IVA. Este costo no debe ser afrontado por el proyecto.
- Dentro de las erogaciones se considera el pago de 2% del valor de venta de las oficinas en concepto de comisión a la inmobiliaria que haya intercedido en la operación.
- Al momento de la compra inicial de las unidades corresponde el pago del 1,5% del total de la operación en concepto de Impuesto de Sellos

sobre los contratos de compraventa materializados, según lo establecido dentro de la Ley Provincial N° 10.178. No se considera este impuesto dentro del costo al momento de la venta de las unidades dado que se adiciona al precio de venta que debe afrontar el comprador al momento de la venta.

- Otro concepto a considerar al momento de la compra inicial de las unidades son los Honorarios por la intervención del Escribano, los cuales se estiman en USD 2.000 + IVA.
- Se considera el pago de USD 100 + IVA mensuales en concepto de gastos bancarios.
- En lo referente al Impuesto a las Ganancias, será el beneficiario quien determine e ingrese el impuesto dentro de su declaración jurada, para lo cual deberá encontrarse debidamente inscripto.

#### **4.3.2 Análisis de Escenarios**

A los fines de poder realizar un análisis más completo, se han desarrollado tres escenarios distintos basados en los potenciales precios de venta a lograr según el relevamiento de precios incorporado en el Anexo N° 1.

- escenario 1 (pesimista): precio de venta del m2 a USD 1.600
- escenario 2 (medio): precio de venta del m2 a USD 2.000
- escenario 3 (optimista): precio de venta del m2 a USD 2.500

En cada caso vamos a poder evaluar la rentabilidad potencial a lograr por cada una de las partes intervinientes:

- 1) En el caso de los inversionistas que aportaron los fondos necesarios para el desarrollo del negocio, el análisis complejo del flujo de fondos se encuentra detallado dentro de los siguientes anexos:
  - a. Anexo N° 6: Escenario pesimista
  - b. Anexo N° 7: Escenario medio



c. Anexo N° 8: Escenario optimista

A continuación, evidenciamos un resumen de los resultados obtenidos para cada caso:

Tabla N°7: Resumen de resultados – óptica del inversionista

<b>Concepto</b>	<b>Escenario 1 (pesimista)</b>	<b>Escenario 2 (medio)</b>	<b>Escenario 3 (optimista)</b>
Inversión Inicial	USD 5.400	USD 5.400	USD 5.400
Precio de venta m2	USD 1.600	USD 2.000	USD 2.500
Resultado	USD 6.302	USD 6.968	USD 7.801
Rentabilidad Total	16,7%	29,0%	44,5%
Rentabilidad Anual	4,2%	7,3%	11,1%
<b><i>VAN</i></b>	<b><i>USD 199</i></b>	<b><i>USD 791</i></b>	<b><i>USD 1.531</i></b>
<b><i>TIR</i></b>	<b><i>3,9%</i></b>	<b><i>6,6%</i></b>	<b><i>9,6%</i></b>
<b><i>Período de Recupero</i></b>	<b><i>48 meses</i></b>		

Fuente: Elaboración propia

En los tres escenarios evaluados, podemos ver que tanto la VAN como la TIR son positivas, lo que refleja que la inversión es favorable. La tasa de descuento utilizada para el análisis del Valor Actual Neto corresponde al rendimiento del Fondo Común de Inversión mencionado dentro de los supuestos utilizados para la confección del Flujo de Fondos.

El Período de Recupero no es una herramienta válida para tomar decisiones en este proyecto puntual, dado que el plazo de cobro es el mismo para los 3 escenarios planteados.

2) En el caso PS Desarrollos Inmobiliarios, Administrador del Negocio:

Tabla N°8: Resumen de resultados – óptica del Administrador del Negocio

<b>Concepto</b>	<b>Escenario 1 (pesimista)</b>	<b>Escenario 2 (medio)</b>	<b>Escenario 3 (optimista)</b>
Honorarios sobre Utilidad del Fondo Común de Inversión	USD 10.523	USD 12.509	USD 14.991
Honorarios sobre precio de venta Objetivo	USD 0	USD 103.937	USD 233.858
<b>Resultado</b>	<b>USD 10.546</b>	<b>USD 116.446</b>	<b>USD 248.849</b>

Fuente: Elaboración propia

Si analizamos con detenimiento la situación del Administrador del Negocio, podemos inferir que su resultado está fuertemente atado al precio de venta del metro cuadrado logrado, lo cual es un gran incentivo para que busque maximizar los resultados del negocio para todas las partes. Existe una diferencia más que significativa entre el escenario pesimista y el optimista.

Considerando que se trata de un negocio con proyección a 4 años, es necesario comparar el resultado obtenido en cada caso con el costo de estructura que PS Desarrollos Inmobiliarios debe afrontar para operar correctamente (que si recordamos dentro de los supuestos iniciales detallados en el punto 4.3.1 mencionamos que eran de USD 1.800 mensuales). De esta manera vamos a poder conocer su rentabilidad sobre costos.

Tabla N°9: Resumen de resultados – rentabilidad del Administrador del Negocio

<b>Concepto</b>	<b>Escenario 1 (pesimista)</b>	<b>Escenario 2 (medio)</b>	<b>Escenario 3 (optimista)</b>
Ingresos	USD 10.523	USD 116.446	USD 248.849
Costos Operativos	-USD 86.400	-USD 86.400	-USD 86.400
Resultado	-USD 75.877	USD 30.046	USD 162.449
Rentabilidad Total	-87,8%	34,8%	188,0%
Rentabilidad Anual	-22,0%	8,7%	47,0%

Fuente: Elaboración propia

De lo reflejado en el cuadro podemos concluir que el escenario pesimista resulta totalmente contraproducente para el Administrador del negocio, dado que los ingresos obtenidos no permiten cubrir los costos de operación necesarios para 4 años. En cambio, tanto el escenario medio como el optimista muestran resultados positivos en cuanto a rentabilidad total del negocio, con valores del 34,8% y 188% respectivamente.

A los fines de poder evaluar el análisis de VAN y TIR para los 3 escenarios, se presentan los siguientes cuadros en forma de resumen con sus respectivos resultados. La tasa de descuento utilizada para el análisis del Valor Actual Neto corresponde al rendimiento del Fondo Común de Inversión mencionado dentro de los supuestos utilizados para la confección del Flujo de Fondos:

Tabla N°10: Análisis de VAN y TIR para el Administrador del Negocio ante ocurrencia de escenario pesimista

Concepto	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Egresos	USD 0	(USD 21.600)	(USD 21.600)	(USD 21.600)	(USD 21.600)
Ingresos	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0	USD 10.523
<b>Resultado</b>	<b>USD 0</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 11.077)</b>

<b>VAN</b>	<b>(USD 70.940)</b>
<b>TIR</b>	<b>-</b>

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°11: Análisis de VAN y TIR para el Administrador del Negocio ante ocurrencia de escenario medio

Concepto	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Egresos	USD 0	(USD 21.600)	(USD 21.600)	(USD 21.600)	(USD 21.600)
Ingresos	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0	USD 116.446
<b>Resultado</b>	<b>USD 0</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>USD 94.846</b>

<b>VAN</b>	<b>USD 23.171</b>
<b>TIR</b>	<b>20,3%</b>

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°12: Análisis de VAN y TIR para el Administrador del Negocio ante ocurrencia de escenario optimista

Concepto	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4
Egresos	USD 0	(USD 21.600)	(USD 21.600)	(USD 21.600)	(USD 21.600)
Ingresos	USD 0	USD 0	USD 0	USD 0	USD 248.849
<b>Resultado</b>	<b>USD 0</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>(USD 21.600)</b>	<b>USD 227.249</b>

<b>VAN</b>	<b>USD 140.810</b>
<b>TIR</b>	<b>77,5%</b>

Fuente: Elaboración propia

A modo de conclusión podemos inferir que tanto ante un escenario medio como con el optimista nos encontramos con valores de VAN y TIR positivos, lo que refleja que la inversión es favorable. Lo contrario sería para el caso del escenario pesimista, donde el proyecto no permite recuperar los costos anuales que se deben afrontar.

## V. CONCLUSION

El presente trabajo ha pretendido determinar la viabilidad de implementación de un nuevo modelo de negocio de inversiones inmobiliarias basado en la financiación colectiva. A tal fin, fue necesario definir previamente los parámetros y condiciones sobre los cuales basar el análisis, siempre centrándonos en la razonabilidad de las variables elegidas. Se buscó que los resultados reflejen fielmente lo que sucedería en caso de llevar adelante el proyecto en nuestra Argentina actual.

Con el objetivo de delimitar un marco de contención para las variables consideradas dentro del análisis, se desarrolló una descripción del contexto económico, político y social que afecta actualmente a nuestro país y, específicamente, al sector de la construcción y al desarrollismo inmobiliario.

Finalmente, se buscó explicar el funcionamiento del *crowdfunding* y del modelo de negocio planteado, desde sus fundamentos teóricos y legales hasta su faceta operativa. Para ello, se desarrolló un caso práctico que permitió ver a todas las variables en acción y obtener las conclusiones que se desarrollan en el presente apartado.

En base a los números analizados podemos inferir que se trata de un proyecto atractivo para invertir, en contraposición a otras alternativas que ofrezcan la misma rentabilidad que la del Fondo Común de Inversión utilizado para el desarrollo del caso.

En los tres escenarios evaluados (pesimista, medio y optimista), queda en evidencia que tanto la VAN como la TIR son positivas, lo que refleja que la inversión es favorable. Claro está que el beneficio a obtener ante la ocurrencia del escenario optimista prácticamente triplica al del escenario pesimista, lo que remarca la importancia que tiene la etapa de comercialización del producto para lograr maximizar el precio de venta a obtener en el mercado.

Respecto al gestor del negocio, su resultado será favorable tanto ante la ocurrencia de un escenario medio como de uno optimista, no así en el caso de

un escenario pesimista donde los ingresos no son suficientes para cubrir los costos que genera su actividad. Al igual que lo planteado en el párrafo anterior, existe una diferencia significativa en el beneficio a lograr entre los escenarios medios y optimistas (TIR de 20,3% versus TIR de 77,5% respectivamente), lo que genera incentivos más que suficientes para que el gestor del negocio realice todos los esfuerzos necesarios para garantizar la ocurrencia del resultado más favorable.

Pero el análisis que en realidad debemos realizar es mucho más profundo, por encima de una interpretación eminentemente técnica y resultadista, y que deja de lado la variable de riesgo que implica llevar adelante este tipo de inversiones (sobre todo en nuestro país).

El *crowdfunding* permite que un proyecto sea una realidad, siempre que haya un conjunto de personas que crea que merece la pena invertir en él. Y ahí es donde radica la clave para cualquier gestor de un negocio que decida utilizar el financiamiento colectivo como una fuente de ingresos para su idea. Es necesario crear un plan de negocios lo suficientemente convincente para atraer los fondos necesarios, y dotar al proyecto de una estructura jurídica que otorgue credibilidad y confianza sobre el destino y posterior retorno de los fondos invertidos.

La participación de los inversionistas dependerá no sólo de los resultados proyectados, sino también de su grado de aversión al riesgo ante las distintas variables (intrínsecas y extrínsecas) que pueden afectar al negocio. Aunque es importante destacar que, al tratarse de montos bajos de inversión, se minimizan las consecuencias que pudiera sufrir el inversionista en caso de que el resultado no sea el esperado (pudiendo incluso llegar al punto donde ni siquiera se recupere la inversión inicial).

A su vez, el *crowdfunding* permite sustituir fórmulas tradicionales de financiación (bancaria, aportes societarios de capital, etc.) a las que el proyecto o el emprendedor no tienen posibilidad de acceder por distintas razones. Lo mencionado adquiere especial relevancia en Argentina, donde los ciclos de

crisis constantes tornan casi imposible el acceso al crédito por vías tradicionales para el desarrollo de negocios.

Tal como se ha ilustrado durante el desarrollo del caso, una gran parte de las variables analizadas se presentan en un marco de incertidumbre económica. Y el sector de la construcción no es ajeno a esta realidad; necesita previsibilidad para poder planificar inversiones en maquinarias, compra de insumos y materiales, incorporación y formación de recursos humanos, definición de precios de venta, etc.

Es ante este tipo de escenarios de alta volatilidad en los que el *crowdfunding* adquiere un rol protagónico como instrumento estratégico de financiación, permitiendo la sinergia de recursos aportados de manera colectiva por una comunidad de personas que comparten el mismo interés por el éxito de un proyecto específico. De esta manera, el gestor del negocio ahora dispone de una fuente adicional de recursos para el desarrollo de su actividad, permitiéndole planificar de mejor manera la ejecución y desarrollo de sus tareas.

La existencia del *crowdfunding* como herramienta financiera ya es una realidad. Si bien es cierto que aún debe atravesar un proceso de evolución cultural y normativa que la eleve por encima de su estado actual, es de esperar que complete su alineamiento a las tendencias mundiales y se consolide como un instrumento financiero sustituto de los esquemas tradicionales. La velocidad en la que esto suceda dependerá de la pericia de los distintos gobiernos, empresarios e inversionistas para transformarlo en una herramienta sostenible en el tiempo, donde todas las partes involucradas en el negocio se benefician de su existencia.



## VI. BIBLIOGRAFIA

- Balanz*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <https://www.balanz.com/fondo-balanz-ahorro-dolares>
- Cambiamos*. (05 de julio de 2018). Obtenido de <https://cambiamos.com/>
- Chain, N. S. (2011). *Proyectos de Inversión. Formulación y Evaluación* (2<sup>o</sup> Edición ed.). Chile: Pearson Educación.
- Comisión Nacional de Valores. (Diciembre de 2017). *Comisión Nacional de Valores*. Obtenido de [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Consejo Superior del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Santa Fe. (2018). *Acordada de Consejo Superior N° 02/2018 - Honorarios Mínimos*. Santa Fe.
- Economic Trends S.A. (2017). *El déficit de viviendas en la provincia de Córdoba*. Córdoba: Foro de Análisis Económico de la Construcción.
- Fernandez, R. L., & Gómez, O. R. (2004). *Fideicomisos especiales. Fideicomiso Financiero*. Revista Lexis Nexis.
- Fidunegocios - Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.* (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://fidunegocios.com/>
- Fundación Libertad. (2018). *Índice Provincial de Desempeño Provincial*. Buenos Aires: Índice Provincial de Desempeño Provincial.
- Gherzi, C., & Weingarten, C. (2007). *Fideicomiso*. Rosario, Argentina: Nova Tesis Editorial Jurídica.
- Giarizzo, V. (29 de Abril de 2018). *Clarín*. Recuperado el 03 de septiembre de 2018, de [https://www.clarin.com/economia/enfermedad-economica-argentina-107-anos-deficit-fiscal\\_0\\_Busy4ClpM.html](https://www.clarin.com/economia/enfermedad-economica-argentina-107-anos-deficit-fiscal_0_Busy4ClpM.html)
- Gómez, M. (2010). *Gestión de la empresa inmobiliaria*. Buenos Aires: Bienes Raíces Ediciones.
- Guida, E., & Alvarez, M. (10 de Diciembre de 2017). *La Capital*. Recuperado el 15 de septiembre de 2018, de <https://www.lacapital.com.ar/economia/como-cambio-la-economia-la-gestion-macri-n1521304.html>
- Inspección General de Justicia*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://www.jus.gob.ar/igj/tramites/guia-de-tramites/urgentes.aspx>

- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Cuentas nacionales. Vol. 2, nº 16. Informe de avance del nivel de actividad. Segundo trimestre de 2018*. Buenos Aires: INDEC.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2018). *Indec Informa. Año 23 Nº 3*. Buenos Aires: Indec.
- Judith, M. (Julio de 2014). *Las campañas de Crowdfunding*. Barcelona, España: Universitat Ramon Llull.
- Kickstarter*. (2018). Obtenido de [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)
- Kotler, P., & Keller, K. (2012). *Dirección de Marketing*. México: Pearson Educación.
- Kummetz, P. (05 de marzo de 2017). *DW*. Recuperado el 15 de octubre de 2018, de <https://www.dw.com/es/medidas-del-gobierno-de-mauricio-macri/a-37774112>
- La Voz del Interior*. (2018). Obtenido de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3207319/oficina-premiun-pleno-centro-25-mayo-53.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3011553/centro-s-peatonal-200-m2-totales-privados-2-banos-imperdible.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3377347/b-centro-oficina-primer-piso-135mts2.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3121092/oficina-estrenar-office-city-iii-rioja-441-complejo-1ra-calidad.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3372755/oficina-centro.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3230627/venta-oficina-piso-entero-av-colon.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3180401/b%C2%BAcentro27-abril-canada-frente-tribunales-palacio-municipal.html>

- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3327773/caceros-al-800-ztribunales-ideal-renta-cescritura.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/2414307/excelentes-oficinas-bv-san-juan-102mts-84-mts.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/337098/espectacular-oficina-frente-tribunales.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3362402/oficina-venta-ayacucho-367-2%C2%BA-piso-zona-tribunales.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/337098/espectacular-oficina-frente-tribunales.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3351375/estrenar.html>
- La Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3230281/oficina-con-excelente-ubicacion-seguridad.html>
- LA Voz del Interior*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3258975/espectacular-oficina-venta-hm.html>
- Lago, F. (2015). *Pensar el futuro: Construcción y desarrollo 2016-2025*. Buenos Aires: Cámara Argentina de la Construcción.
- Miguez, E. (Diciembre de 2011). *Scielo*. Recuperado el 18 de Agosto de 2018, de [http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0524-97672011000100037](http://www.scielo.org.ar/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0524-97672011000100037)
- Mira, P. (Diciembre de 2017). *El Economista*. Recuperado el 19 de agosto de 2018, de <https://www.eleconomista.com.ar/2017-12-la-inversion-largo-plazo-argentina/>
- Molina Sandoval, C. A. (2007). *El fideicomiso en la dinámica mercantil*. Diciembre, Buenos Aires, Argentina: Ábaco.

- Observatorio de Complejidad Económica. (2018). *OEC*. Recuperado el 03 de septiembre de 2018, de Observatorio de Complejidad Económica:  
<https://atlas.media.mit.edu/es/profile/country/arg/>
- Rivera Butzbach, E. (2012). *Crowdfundig: La eclosión de la financiación colectiva*. Barcelona, España: microtemas.com.
- Shaw, M. (2017). *Infobae*. Recuperado el 19 de Agosto de 2018, de  
<https://www.infobae.com/politica/2017/10/23/como-quedara-conformado-el-congreso-a-partir-del-10-de-diciembre/>
- X.net. (2 de Agosto de 2015). *Experiencias de Crowdfunding en el Estado español y Cataluña: principales características, retos y obstáculo*.  
Obtenido de [https://xnet-x.net/img/crowdfunding\\_cast.pdf](https://xnet-x.net/img/crowdfunding_cast.pdf)

## VII. ANEXOS

### 7.1 Anexo N° 1: Relevamiento de Precios de Oficinas en Córdoba Capital – Zona Centro

Tabla N°13: Cuadro resumen relevamiento de precios de oficinas en Córdoba Capital – Zona centro

Fecha de relevamiento: 07/08/2018

	Nº	Dirección	Precio de Venta (USD)	m2 Propios	USD/m2	Precio promedio en USD/m2 (redondeo)
Escenario Pesimista	1	Ayacucho al 100	300.000	200	1.500	1.600
	2	Edificio Palatinus – Bv. San Juan 600	180.000	114	1.579	
	3	Rioja 441	65.000	40	1.625	
	4	25 de Mayo 53	220.000	134	1.642	
	5	Bolívar 340	190.000	115	1.652	
	6	Sucre 135	25.000	15	1.667	
	7	Av Colón esquina Urquiza	750.000	442	1.697	
	8	27 de Abril esquina Cañada	110.000	64	1.719	
	9	Caseros al 800	61.900	36	1.719	
	10	Bv. San Juan – Zona Centro	180.000	102	1.765	

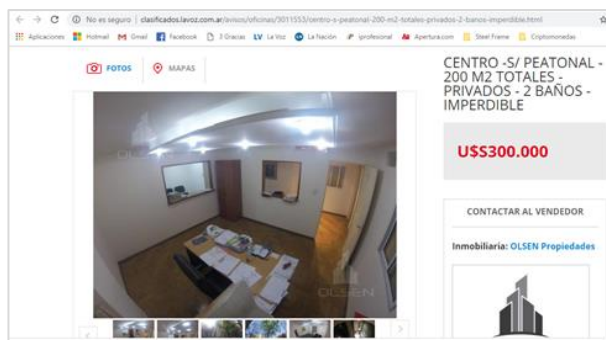
	Nº	Dirección	Precio de Venta (USD)	m2 Propios	USD/m2	Precio promedio en USD/m2 (redondeo)
Escenario Medio	11	Arturo M. Bas – Zona Tribunales	100.000	50	2.000	2.000
	12	Belgrano 66	133.500	62	2.153	
	13	Ayacucho 367	65.000	30	2.167	

	Nº	Dirección	Precio de Venta (USD)	m2 Propios	USD/m2	Precio promedio en USD/m2 (redondeo)
Escenario Optimista	14	San Jerónimo esquina Chacabuco	102.000	41	2.488	2.500
	15	Ituzaingó 167	180.000	70	2.571	

Fuente: Elaboración propia en base a información relevada en <http://clasificados.lavoz.com.ar>

### Detalle de relevamiento

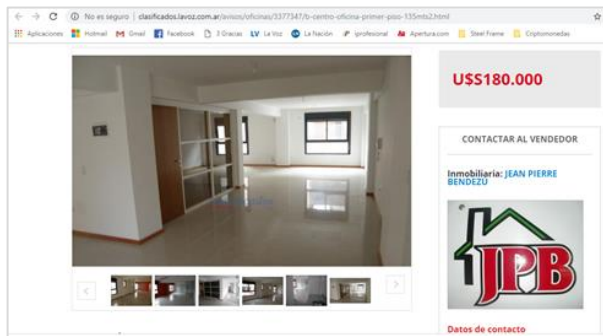
#### Caso relevado Nº 1) <sup>8</sup>



Ubicación: Ayacucho al 100  
Superficie: 200 m2 propios  
Precio de venta: USD 300.000  
USD / m2 = USD 1.500

<sup>8</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3011553/centro-s-peatonal-200-m2-totales-privados-2-banos-imperdible.html>

### Caso relevado Nº 2)<sup>9</sup>



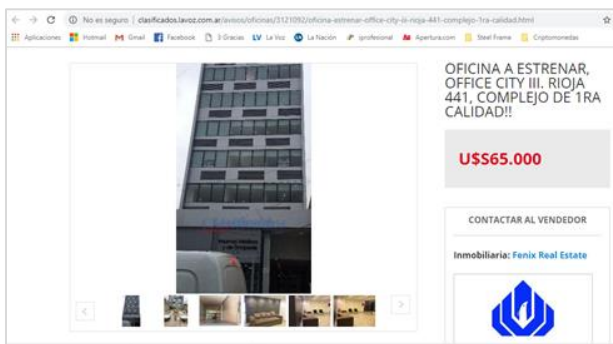
Ubicación: Edificio Palatinus – Bv. San Juan 600

Superficie: 114 m2 propios (135 m2 sumando espacios comunes)

Precio de venta: USD 180.000

USD / m2 = USD 1.579

### Caso relevado Nº 3)<sup>10</sup>



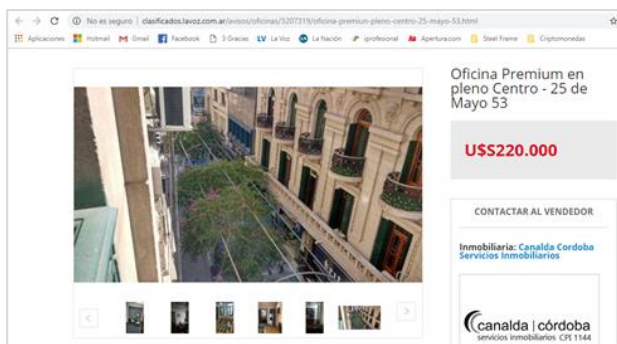
Ubicación: Rioja 441

Superficie: 40 m2 propios

Precio de venta: USD 65.000

USD / m2 = USD 1.625

### Caso relevado Nº 4)<sup>11</sup>



Ubicación: 25 de Mayo 53

Superficie: 134 m2 propios

Precio de venta: USD 220.000

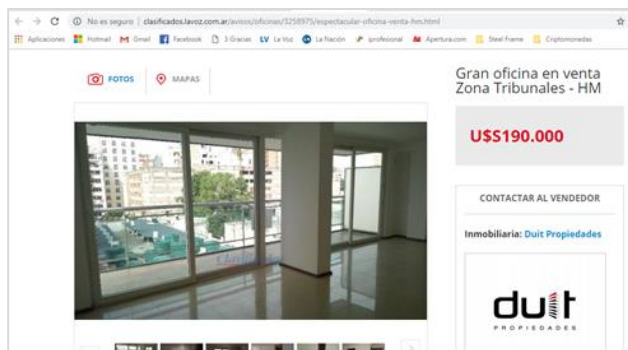
USD / m2 = USD 1.642

<sup>9</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3377347/b-centro-oficina-primer-piso-135mts2.html>

<sup>10</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3121092/oficina-estrenar-office-city-iii-rioja-441-complejo-1ra-calidad.html>

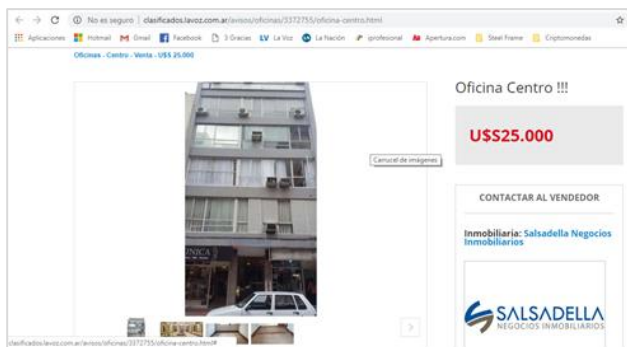
<sup>11</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3207319/oficina-premium-pleno-centro-25-mayo-53.html>

### Caso relevado Nº 5)<sup>12</sup>



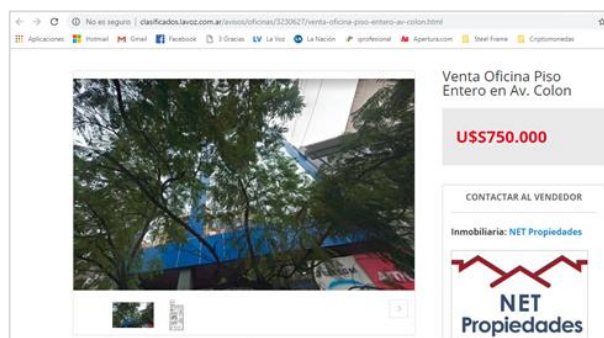
Ubicación: Bolivar 340  
Superficie: 115 m2 propios  
Precio de venta: USD 190.000  
USD / m2 = USD 1.652

### Caso relevado Nº 6)<sup>13</sup>



Ubicación: Sucre 135  
Superficie: 15 m2 propios  
Precio de venta: USD 25.000  
USD / m2 = USD 1.667

### Caso relevado Nº 7)<sup>14</sup>



Ubicación: Av Colón esquina Urquiza  
Superficie: 442 m2 propios  
Precio de venta: USD 750.000  
USD / m2 = USD 1.697

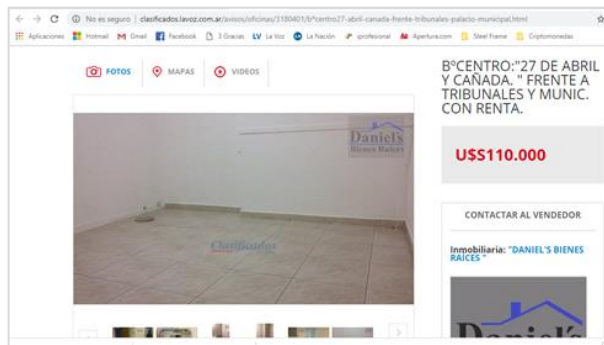
<sup>12</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3258975/espectacular-oficina-venta-hm.html>

<sup>13</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3372755/oficina-centro.html>

<sup>14</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3230627/venta-oficina-piso-entero-av-colon.html>



Caso relevado Nº 8) <sup>15</sup>



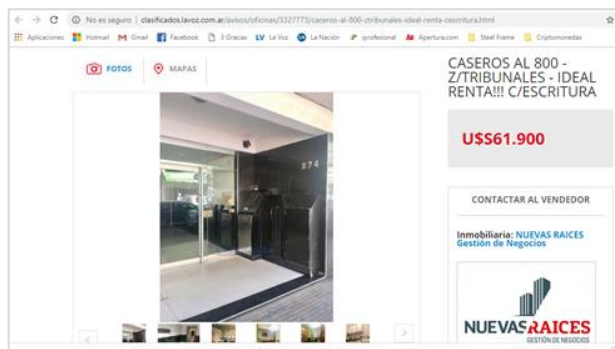
Ubicación: 27 de Abril esquina Cañada

Superficie: 64 m2 propios

Precio de venta: USD 110.000

USD / m2 = USD 1.719

Caso relevado Nº 9) <sup>16</sup>



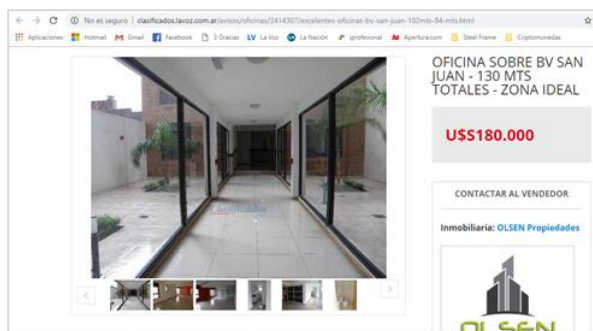
Ubicación: Caseros al 800

Superficie: 36 m2 propios

Precio de venta: USD 61.900

USD / m2 = USD 1.719

Caso relevado Nº 10) <sup>17</sup>



Ubicación: Bv. San Juan – Zona Centro

Superficie: 102 m2 propios

Precio de venta: USD 180.000

USD / m2 = USD 1.765

<sup>15</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3180401/b%C2%BAcentro27-abril-canada-frente-tribunales-palacio-municipal.html>

<sup>16</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/3327773/caceros-al-800-ztribunales-ideal-renta-cescritura.html>

<sup>17</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/avisos/oficinas/2414307/excelentes-oficinas-bv-san-juan-102mts-84-mts.html>

Caso relevado Nº 11)<sup>18</sup>



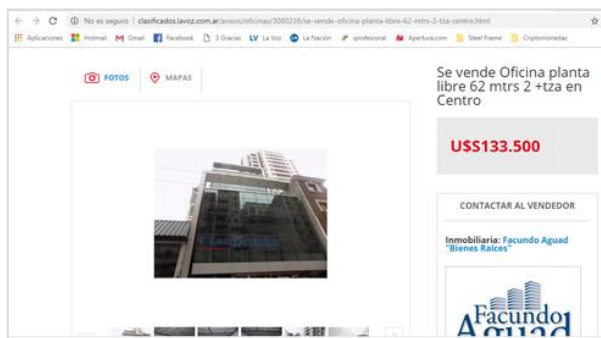
Ubicación: Arturo M. Bas – Zona Tribunales

Superficie: 50 m2 propios

Precio de venta: USD 100.000

USD / m2 = USD 2.000

Caso relevado Nº 12)<sup>19</sup>



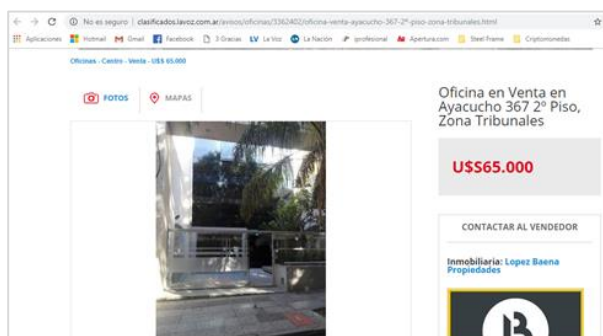
Ubicación: Belgrano 66

Superficie: 62 m2 propios

Precio de venta: USD 133.500

USD / m2 = USD 2.153

Caso relevado Nº 13)<sup>20</sup>



Ubicación: Ayacucho 367

Superficie: 30 m2 propios

Precio de venta: USD 65.000

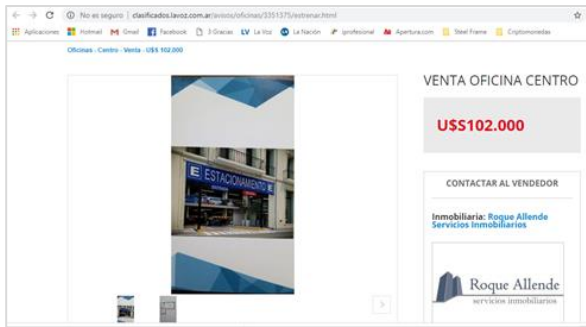
USD / m2 = USD 2.167

<sup>18</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/337098/espectacular-oficina-frente-tribunales.html>

<sup>19</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3080238/se-vende-oficina-planta-libre-62-mtrs-2-tza-centro.html>

<sup>20</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3362402/oficina-venta-ayacucho-367-2%C2%BA-piso-zona-tribunales.html>

Caso relevado N° 14) <sup>21</sup>



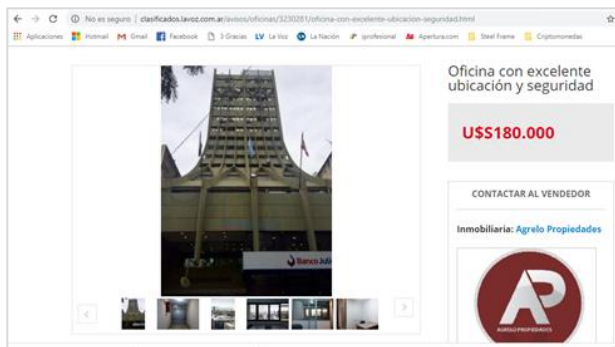
Ubicación: San Jerónimo esquina Chacabuco

Superficie: 41 m2 propios

Precio de venta: USD 102.000

USD / m2 = USD 2.488

Caso relevado N° 15) <sup>22</sup>



Ubicación: Ituzaingó 167

Superficie: 70 m2 propios

Precio de venta: USD 180.000

USD / m2 = USD 2.571

<sup>21</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3351375/estrenar.html>

<sup>22</sup> Recuperado de <http://clasificados.lavoz.com.ar/aviso/oficinas/3230281/oficina-con-excelente-ubicacion-seguridad.html>

## 7.2 Anexo N° 2: Validación de Precio de Preventa

A los fines del cálculo del precio de preventa del proyecto "Edificio Av. Maipú", se toma como referencia para el cálculo de costo de obra la planilla de Cómputo y Presupuesto confeccionada por el Colegio de Arquitectos de la Provincia de Córdoba para el mes de agosto del 2018, donde se determina de forma tentativa el costo de los componentes que integran un edificio de oficinas.

Tabla N°14: Planilla de cómputo y presupuesto para Edificio de oficinas

Planilla de cómputo y presupuesto				ago-18
Estimativo para la obra según tipología documentada				
PROFESIONAL:				FECHA
MATRÍCULA N°:				8 2018
OBRA:	Edificio Oficinas sin ascensor			SUPERFICIE (m2)
UBICACIÓN:				8.025
N°	RUBRO	\$ TOTAL	% INCIDENCIA	
01	TRABAJOS PRELIMINARES	1.637.713,57	✓	1,00
02	MOVIMIENTO DE TIERRA	2.615.094,87	✓	1,60
03	ESTRUCTURA RESISTENTE	38.332.603,22	✓	23,46
04	MAMPOSTERÍAS	7.789.421,67	✓	4,77
05	CAPAS AISLADORAS	567.659,15	✓	0,35
06	CUBIERTAS	1.338.819,32	✓	0,82
07	REVOQUES	6.433.104,85	✓	3,94
08	CONTRAPISOS	2.609.459,53	✓	1,60

09	CIELORRASOS	5.472.970,48	3,35
10	REVESTIMIENTOS	1.683.225,62	1,03
11	PISOS	7.783.899,13	4,76
12	ZÓCALOS	938.880,41	0,57
13	CARPINTERÍAS	24.790.228,04	15,17
14	VIDRIOS	13.127.417,77	8,03
15	PINTURAS	4.174.399,78	2,55
16	INSTALACIONES ELÉCTRICAS Y AFINES	21.712.887,41	13,29
17	INSTALACIONES SANITARIAS Y AFINES	12.643.434,35	7,74
18	INSTALACIONES DE GAS	1.737.127,37	1,06
19	INSTALACIONES DE ACONDICIONAMIENTO AMBIENTAL	848.609,19	0,52
21	EQUIPAMIENTO	5.934.130,45	3,63
22	VARIOS	1.219.070,25	0,75
<b>COSTO NETO</b>		<b>163.390.156,45</b>	<b>100,00</b>
<b>COSTO POR M2</b>		<b>20.360,14</b>	
<b>PRECIO TEÓRICO</b>		<b>237.242.507,16</b>	
<b>PRECIO POR M2</b>		<b>29.562,93</b>	

Fuente: Elaboración propia en base a planilla de Cómputo y Presupuesto confeccionada por el Colegio de Arquitectos de la Provincia de Córdoba para el mes de agosto del 2018

COSTO NETO	\$	163.390.156,45
------------	----	----------------

**Adicionales no contemplados en planilla anterior:**

2 ascensores	\$	9.000.000,00
Aires acondicionados	\$	2.000.000,00
Valor tierra	\$	35.000.000,00

Total Adicionales	\$	46.000.000,00
-------------------	----	---------------

TOTAL NUEVO COSTO NETO	\$	209.390.156,45
------------------------	----	----------------

NUEVO PRECIO TEÓRICO	\$	37.885,92
----------------------	----	-----------

Cotización Dólar	\$	38,00
------------------	----	-------

<b>Precio de venta m2 en USD</b>	<b>997,00 USD</b>
----------------------------------	-------------------

### 7.3 Anexo N° 3: Rentabilidad del Fondo Común de Inversión en Dólares

#### Descripción del Fondo <sup>23</sup>

Su objetivo es preservar el capital e incrementar su valor en el corto plazo, proveyendo una cobertura dólar. Su cartera está conformada por instrumentos de Renta Fija Argentina en dólares de corto plazo.

Este fondo está especialmente orientado a aquellos inversores que quieren devengamiento de tasa de instrumentos sin volatilidad; y que esperan rendimientos porcentuales previsibles a lo largo del año cubriéndose de las variaciones del tipo de cambio.

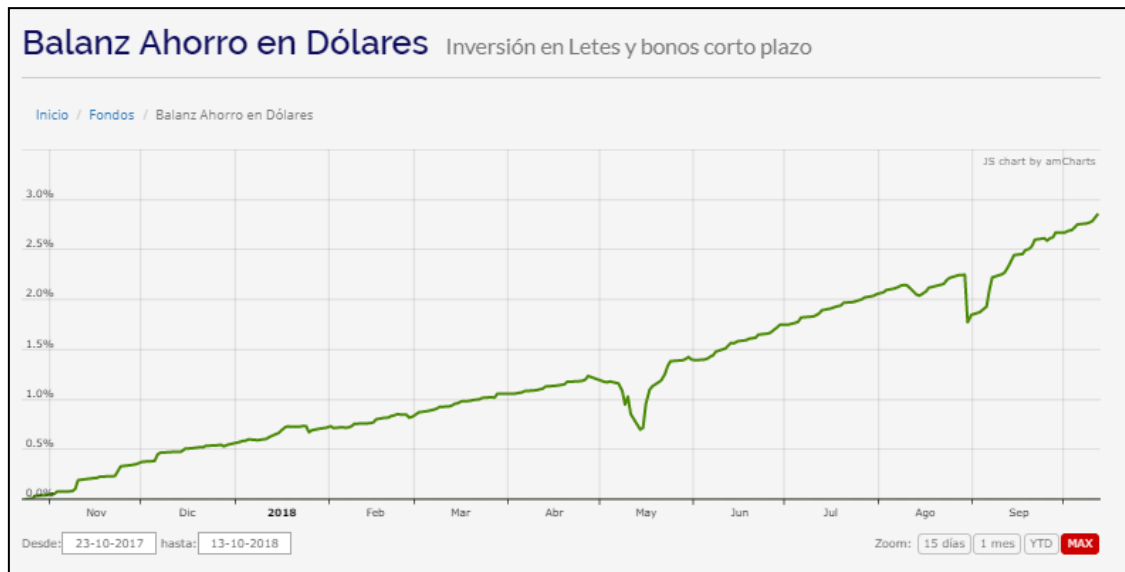
La moneda del Fondo son los dólares estadounidenses. Se suscribe y rescata en dólares.

- Período de referencia: 23/10/2017 al 13/10/2018
- Rentabilidad Anual Esperada: 3% en Dólares.

---

<sup>23</sup> Recuperado de <https://www.balanz.com/fondo-balanz-ahorro-dolares>

Gráfico N°11: Rendimiento Fondo Balanz en dólares



Fuente: *Balanz*. (2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <https://www.balanz.com/fondo-balanz-ahorro-dolares>

#### **7.4 Anexo N° 4: Cálculo de Honorarios del Estudio Legal por asesoramiento y confección de instrumentos**

La Ley Provincial N° 9.456 emitida por la Legislatura de la Provincia de Córdoba contiene el Código Arancelario para abogados y procuradores de esa provincia, donde se establece en su artículo N° 2 que *“los abogados y procuradores pueden pactar libremente con su cliente el monto de sus honorarios en todo tipo de procesos, dentro de los límites establecidos en la presente Ley. El monto de los honorarios podrá ser reducido o renunciado conforme a la libre voluntad de las partes, así como la forma y oportunidad de su pago”*<sup>24</sup>.

En función de lo establecido en el párrafo anterior y para el caso de análisis del presente trabajo, se define como supuesto de honorarios profesionales al profesional actuante una suma de pago único de USD 2.500 + IVA como retribución por la tarea de asesoramiento y confección de los instrumentos necesarios para la materialización del negocio.

---

<sup>24</sup> Ley N° 9459. Código Arancelario para Abogados y Procuradores de la Provincia de Córdoba. Legislatura de Córdoba, 26 de Diciembre de 2017.



## **7.5 Anexo Nº 5: Otros Costos**

### **7.5.1 Cálculo de Costo de Inscripción y Constitución del Fideicomiso**

Las sociedades anónimas que efectúan oferta pública están sujetas, en forma exclusiva y excluyente, a la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores.

Según los valores definidos por la Inspección General de Justicia, el costo de constitución de sociedades que realizan oferta pública de sus acciones es de 160 módulos, siendo a la fecha \$75 el valor definido para cada módulo<sup>25</sup>.

Esto nos da un total de \$ 12.000, los cuales convertidos a dólares considerando un tipo de cambio de referencia de \$ 38 nos da un total de USD 316 + IVA.

### **7.5.2 Cálculo de Honorarios Compañía Fiduciaria Cordobesa S.A.**

Para la determinación de honorarios, se tomó como referencia la información obtenida en el sitio web de la empresa “*Fidunegocios Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.*”<sup>26</sup>, dedicada a brindar servicios fiduciarios.

En el tarifario cargado en la web podemos tomar como referencia los siguientes valores:

---

<sup>25</sup> Recuperado de <http://www.jus.gob.ar/igj/tramites/guia-de-tramites/urgentes.aspx>

<sup>26</sup> Recuperado de <http://fidunegocios.com/>

Tabla N°15: Tarifario de servicios Fidunegocios Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.

FIDEICOMISO INMOBILIARIO		
TIPO DE HONORARIO	HONORARIOS DESDE	HONORARIOS HASTA
Estructuración	US\$ 3.000	US\$ 10.000
Administración Mensual	US\$ 300	US\$ 8.000
Sustitución Fiduciaria sin Causa	US\$ 1.500	US\$ 10.000
Liquidación	US\$ 500	US\$ 6.000
Reformas, Cesiones, Nuevos Aportes	US\$ 250	US\$ 5.000

Fuente: *Fidunegocios - Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.*

(2018). Recuperado el 07 de Agosto de 2018, de <http://fidunegocios.com/>

A los fines de definir los costos estimados para la gestión de CF Cordobesa S.A., se determina:

- Honorarios por estructuración del negocio: USD 3.000 + IVA
- Honorario por Administración mensual: USD 500 + IVA
- Honorario por liquidación del Fideicomiso al cierre: USD 500 + IVA

### **7.5.3 Cálculo de Honorarios del Estudio Contable:**

#### a) Honorarios mensuales del Estudio Contable:

Se toma como referencia lo establecido dentro del artículo 12 inciso e) de la Acordada del Consejo Superior N° 02/2018 redactada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Santa Fe con fecha 21 de septiembre de 2018 <sup>27</sup>, tomando el valor de \$ 18.256 para el pago de honorarios mensuales. Convertidos a dólares a un tipo de cambio de \$ 38, el valor resultante es de USD 480 + IVA.

<sup>27</sup> Recuperado de [https://www.cpcesfe2.org.ar/wp-content/uploads/2018/10/Acordada-02\\_18.pdf](https://www.cpcesfe2.org.ar/wp-content/uploads/2018/10/Acordada-02_18.pdf)

b) Cálculo de Pago anual por Certificación de Balance:

Se toma como referencia el valor mínimo establecido dentro del artículo 12 inciso a) de la Acordada del Consejo Superior N° 02/2018 redactada por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Provincia de Santa Fe con fecha 21 de septiembre de 2018 <sup>28</sup>, definiendo como valor Anual para la tarea de Certificación de Balance la suma de \$ 186.579. Convertido a valor dólar con el tipo de cambio de referencia de \$38, nos da un total anual de USD 4.910 + IVA.

---

<sup>28</sup>Recuperado de <https://www.cpcesfe2.org.ar/wp-content/uploads/2018/10/Acordada->

## 7.6 Anexo N° 6: Flujo de Fondos del Escenario Pesimista

Tabla N°15: Flujo de fondos del escenario pesimista

### ESCENARIO 1

Precio de Venta: USD 1600 x mt2

CONCEPTO	TOTAL (EN USD)	0	1	2	3
<b>INGRESOS</b>					
Fondeo inicial	972.000	972.000			
Venta de unidades	1.385.824				
Rendimiento FCI	21.046			180	177
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.378.870</b>	<b>972.000</b>	<b>0</b>	<b>180</b>	<b>177</b>
<b>EGRESOS</b>					
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio	-3.000	-3.000			
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso	-500				
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso	-316	-316			
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso	-2.500	-2.500			
Compra de unidades	-715.818		-715.818		
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-24.000		-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-23.040		-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-19.640				
Expensas	-5.474				
Comisión Inmobiliaria x venta	-27.716				
Honorarios Escribanía	-2.000		-2.000		
Impuesto de Sellos	-12.992		-12.992		
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI	-10.523				
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta	0				
Gastos Bancarios	-4.800		-100	-100	-100
IIBB	-69.291				
IVA a pagar	-303.162	-1.221	-150.969	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-19.803	-5.867	-4.391	-8	-8
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.244.575</b>	<b>-12.904</b>	<b>-887.250</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>1.134.294</b>	<b>959.096</b>	<b>-887.250</b>	<b>-1.135</b>	<b>-1.138</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>		<b>959.096</b>	<b>71.846</b>	<b>70.711</b>	<b>69.573</b>

<b>RESULTADO NEGOCIO</b>	<b>USD</b>	<b>1.134.294</b>
<b>RESULTADO POR APORTANTE</b>	<b>USD</b>	<b>6.302</b>
<b>APORTE INICIAL</b>	<b>USD</b>	<b>5.400</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>USD</b>	<b>902</b>
<b>RENTABILIDAD TOTAL</b>	<b>USD</b>	<b>16,7%</b>
<b>RENTABILIDAD ANUAL</b>	<b>USD</b>	<b>4,2%</b>
<b>PERIODO DE RECUPERO</b>		<b>48 meses</b>
<b>VAN</b>	<b>USD</b>	<b>198,9</b>
<b>TIR</b>	<b>USD</b>	<b>3,9%</b>

CONCEPTO	4	5	6	7	8	9
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	174	171	168	165	162	160
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>174</b>	<b>171</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>162</b>	<b>160</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-8	-8	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.140</b>	<b>-1.143</b>	<b>-1.146</b>	<b>-1.149</b>	<b>-1.152</b>	<b>-1.155</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>68.433</b>	<b>67.290</b>	<b>66.144</b>	<b>64.995</b>	<b>63.843</b>	<b>62.688</b>

CONCEPTO	10	11	12	13	14	15
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	157	139	136	133	130	127
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>157</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>130</b>	<b>127</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-37	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.285</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.128</b>	<b>-1.175</b>	<b>-1.178</b>	<b>-1.181</b>	<b>-1.184</b>	<b>-1.187</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>55.560</b>	<b>54.385</b>	<b>53.207</b>	<b>52.026</b>	<b>50.842</b>	<b>49.655</b>

CONCEPTO	16	17	18	19	20	21
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	124	121	118	115	112	109
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>118</b>	<b>115</b>	<b>112</b>	<b>109</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-7	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.190</b>	<b>-1.193</b>	<b>-1.196</b>	<b>-1.199</b>	<b>-1.202</b>	<b>-1.205</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>48.465</b>	<b>47.272</b>	<b>46.076</b>	<b>44.877</b>	<b>43.676</b>	<b>42.471</b>

CONCEPTO	22	23	24	25	26	27
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	106	88	85	82	79	76
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>106</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>82</b>	<b>79</b>	<b>76</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-37	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.284</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.178</b>	<b>-1.226</b>	<b>-1.229</b>	<b>-1.232</b>	<b>-1.235</b>	<b>-1.238</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>35.293</b>	<b>34.067</b>	<b>32.838</b>	<b>31.607</b>	<b>30.372</b>	<b>29.134</b>

CONCEPTO	28	29	30	31	32	33
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	73	70	67	64	60	57
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>73</b>	<b>70</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>57</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-7	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.241</b>	<b>-1.244</b>	<b>-1.247</b>	<b>-1.250</b>	<b>-1.253</b>	<b>-1.256</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>27.893</b>	<b>26.649</b>	<b>25.402</b>	<b>24.152</b>	<b>22.899</b>	<b>21.643</b>

CONCEPTO	34	35	36	37	38	39
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades					346.456	
Rendimiento FCI	54	36	33	30	24	815
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>54</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>346.480</b>	<b>815</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas				-842	-842	-632
Comisión Inmobiliaria x venta					-6.929	
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB					-17.323	
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-1.682	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-36	-7	-7	-12	-2.236	-15
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.284</b>	<b>-1.313</b>	<b>-1.313</b>	<b>-2.161</b>	<b>-30.092</b>	<b>-1.954</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.230</b>	<b>-1.277</b>	<b>-1.281</b>	<b>-2.131</b>	<b>316.388</b>	<b>-1.138</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>14.412</b>	<b>13.135</b>	<b>11.854</b>	<b>9.723</b>	<b>326.112</b>	<b>324.974</b>

CONCEPTO	40	41	42	43	44
<b>INGRESOS</b>					
Fondeo inicial					
Venta de unidades		346.456			346.456
Rendimiento FCI	812	810	1.603	1.603	1.602
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>812</b>	<b>347.266</b>	<b>1.603</b>	<b>1.603</b>	<b>348.058</b>
<b>EGRESOS</b>					
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio					
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso					
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso					
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso					
Compra de unidades					
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable					
Expensas	-632	-632	-421	-421	-421
Comisión Inmobiliaria x venta		-6.929			-6.929
Honorarios Escribanía					
Impuesto de Sellos					
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI					
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta					
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB		-17.323			-17.323
IVA a pagar	-227	-1.682	-227	-227	-1.682
Impuesto a los Débitos y Créditos	-15	-2.239	-19	-19	-2.243
	-9.720				
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.954</b>	<b>-29.885</b>	<b>-1.746</b>	<b>-1.746</b>	<b>-29.678</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.141</b>	<b>317.381</b>	<b>-143</b>	<b>-144</b>	<b>318.381</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>323.833</b>	<b>641.213</b>	<b>641.070</b>	<b>640.926</b>	<b>959.307</b>

CONCEPTO	45	46	47	48
<b>INGRESOS</b>				
Fondeo inicial				
Venta de unidades			346.456	
Rendimiento FCI	2.398	2.223	2.209	3.007
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.398</b>	<b>2.223</b>	<b>348.665</b>	<b>3.007</b>
<b>EGRESOS</b>				
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio				
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso				-500
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso				
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso				
Compra de unidades				
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable		-4.910		
Expensas	-211	-211	-211	
Comisión Inmobiliaria x venta			-6.929	
Honorarios Escribanía				
Impuesto de Sellos				
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI				-10.523
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta				0
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100
IIBB			-17.323	
IVA a pagar	-71.341	-1.258	-1.682	-59.481
Impuesto a los Débitos y Créditos	-22	-51	-2.245	-91
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-72.653</b>	<b>-7.509</b>	<b>-29.470</b>	<b>-71.674</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-70.255</b>	<b>-5.286</b>	<b>319.196</b>	<b>-68.667</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>889.052</b>	<b>883.765</b>	<b>1.202.961</b>	<b>1.134.294</b>



## 7.7 Anexo N° 7: Flujo de Fondos del Escenario Medio

Tabla N°16: Flujo de fondos del escenario medio

### ESCENARIO 2

Precio de Venta: USD 2000 x mt2

CONCEPTO	TOTAL (EN USD)	0	1	2	3
<b>INGRESOS</b>					
Fondeo inicial	972.000	972.000			
Venta de unidades	1.732.280				
Rendimiento FCI	25.017			180	177
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.729.297</b>	<b>972.000</b>	<b>0</b>	<b>180</b>	<b>177</b>
<b>EGRESOS</b>					
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio	-3.000	-3.000			
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso	-500				
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso	-316	-316			
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso	-2.500	-2.500			
Compra de unidades	-715.818		-715.818		
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-24.000		-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-23.040		-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-19.640				
Expensas	-5.474				
Comisión Inmobiliaria x venta	-34.646				
Honorarios Escribanía	-2.000		-2.000		
Impuesto de Sellos	-12.992		-12.992		
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI	-12.509				
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta	-103.937				
Gastos Bancarios	-4.800		-100	-100	-100
IIBB	-86.614				
IVA a pagar	-400.567	-1.221	-150.969	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-22.686	-5.867	-4.391	-8	-8
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.475.038</b>	<b>-12.904</b>	<b>-887.250</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>1.254.259</b>	<b>959.096</b>	<b>-887.250</b>	<b>-1.135</b>	<b>-1.138</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>		<b>959.096</b>	<b>71.846</b>	<b>70.711</b>	<b>69.573</b>

RESULTADO NEGOCIO	USD	1.254.259
RESULTADO POR APORTANTE	USD	6.968
APORTE INICIAL	USD	5.400
RESULTADO	USD	1.568
RENTABILIDAD TOTAL	USD	29,0%
RENTABILIDAD ANUAL	USD	7,3%
PERIODO DE RECUPERO		48 meses
VAN	USD	791,1
TIR	USD	6,6%

CONCEPTO	4	5	6	7	8	9
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	174	171	168	165	162	160
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>174</b>	<b>171</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>162</b>	<b>160</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-8	-8	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.140</b>	<b>-1.143</b>	<b>-1.146</b>	<b>-1.149</b>	<b>-1.152</b>	<b>-1.155</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>68.433</b>	<b>67.290</b>	<b>66.144</b>	<b>64.995</b>	<b>63.843</b>	<b>62.688</b>

CONCEPTO	10	11	12	13	14	15
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	157	139	136	133	130	127
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>157</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>130</b>	<b>127</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-37	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.285</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.128</b>	<b>-1.175</b>	<b>-1.178</b>	<b>-1.181</b>	<b>-1.184</b>	<b>-1.187</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>55.560</b>	<b>54.385</b>	<b>53.207</b>	<b>52.026</b>	<b>50.842</b>	<b>49.655</b>

CONCEPTO	16	17	18	19	20	21
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	124	121	118	115	112	109
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>118</b>	<b>115</b>	<b>112</b>	<b>109</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-7	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.190</b>	<b>-1.193</b>	<b>-1.196</b>	<b>-1.199</b>	<b>-1.202</b>	<b>-1.205</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>48.465</b>	<b>47.272</b>	<b>46.076</b>	<b>44.877</b>	<b>43.676</b>	<b>42.471</b>

CONCEPTO	22	23	24	25	26	27
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	106	88	85	82	79	76
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>106</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>82</b>	<b>79</b>	<b>76</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-37	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.284</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.178</b>	<b>-1.226</b>	<b>-1.229</b>	<b>-1.232</b>	<b>-1.235</b>	<b>-1.238</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>35.293</b>	<b>34.067</b>	<b>32.838</b>	<b>31.607</b>	<b>30.372</b>	<b>29.134</b>

CONCEPTO	28	29	30	31	32	33
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	73	70	67	64	60	57
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>73</b>	<b>70</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>57</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-7	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.241</b>	<b>-1.244</b>	<b>-1.247</b>	<b>-1.250</b>	<b>-1.253</b>	<b>-1.256</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>27.893</b>	<b>26.649</b>	<b>25.402</b>	<b>24.152</b>	<b>22.899</b>	<b>21.643</b>

CONCEPTO	34	35	36	37	38	39
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades					433.070	
Rendimiento FCI	54	36	33	30	24	1.014
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>54</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>433.094</b>	<b>1.014</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas				-842	-842	-632
Comisión Inmobiliaria x venta					-8.661	
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB					-21.654	
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-2.046	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-36	-7	-7	-12	-2.792	-16
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.284</b>	<b>-1.313</b>	<b>-1.313</b>	<b>-2.161</b>	<b>-37.075</b>	<b>-1.955</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.230</b>	<b>-1.277</b>	<b>-1.281</b>	<b>-2.131</b>	<b>396.020</b>	<b>-940</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>14.412</b>	<b>13.135</b>	<b>11.854</b>	<b>9.723</b>	<b>405.743</b>	<b>404.803</b>

CONCEPTO	40	41	42	43	44
<b>INGRESOS</b>					
Fondeo inicial					
Venta de unidades		433.070			433.070
Rendimiento FCI	1.012	1.010	2.003	2.003	2.004
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>1.012</b>	<b>434.080</b>	<b>2.003</b>	<b>2.003</b>	<b>435.074</b>
<b>EGRESOS</b>					
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio					
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso					
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso					
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso					
Compra de unidades					
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable					
Expensas	-632	-632	-421	-421	-421
Comisión Inmobiliaria x venta		-8.661			-8.661
Honorarios Escribanía					
Impuesto de Sellos					
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI					
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta					
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB		-21.654			-21.654
IVA a pagar	-227	-2.046	-227	-227	-2.046
Impuesto a los Débitos y Créditos	-16	-2.797	-21	-21	-2.801
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.955</b>	<b>-36.869</b>	<b>-1.749</b>	<b>-1.749</b>	<b>-36.663</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-943</b>	<b>397.211</b>	<b>254</b>	<b>254</b>	<b>398.411</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>403.860</b>	<b>801.071</b>	<b>801.325</b>	<b>801.579</b>	<b>1.199.990</b>

CONCEPTO	45	46	47	48
<b>INGRESOS</b>				
Fondeo inicial				
Venta de unidades			433.070	
Rendimiento FCI	3.000	2.678	2.666	3.664
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>3.000</b>	<b>2.678</b>	<b>435.736</b>	<b>3.664</b>
<b>EGRESOS</b>				
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio				
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso				-500
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso				
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso				
Compra de unidades				
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable		-4.910		
Expensas	-211	-211	-211	
Comisión Inmobiliaria x venta			-8.661	
Honorarios Escribanía				
Impuesto de Sellos				
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI				-12.509
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta				-103.937
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100
IIBB			-21.654	
IVA a pagar	-130.378	-1.258	-2.046	-96.393
Impuesto a los Débitos y Créditos	-26	-53	-2.804	-730
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-131.694</b>	<b>-7.512</b>	<b>-36.455</b>	<b>-215.148</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-128.694</b>	<b>-4.833</b>	<b>399.281</b>	<b>-211.484</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>1.071.296</b>	<b>1.066.462</b>	<b>1.465.743</b>	<b>1.254.259</b>

## 7.8 Anexo N° 8: Flujo de Fondos del Escenario Optimista

Tabla N°17: Flujo de fondos del escenario optimista

### **ESCENARIO 3**

Precio de Venta: USD 2500 x mt2

CONCEPTO	TOTAL (EN USD)	0	1	2	3
<b>INGRESOS</b>					
Fondeo inicial	972.000	972.000			
Venta de unidades	2.165.350				
Rendimiento FCI	29.982			180	177
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>3.167.332</b>	<b>972.000</b>	<b>0</b>	<b>180</b>	<b>177</b>
<b>EGRESOS</b>					
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio	-3.000	-3.000			
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso	-500				
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso	-316	-316			
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso	-2.500	-2.500			
Compra de unidades	-715.818		-715.818		
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-24.000		-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-23.040		-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-19.640				
Expensas	-5.474				
Comisión Inmobiliaria x venta	-43.307				
Honorarios Escribanía	-2.000		-2.000		
Impuesto de Sellos	-12.992		-12.992		
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI	-14.991				
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta	-233.858				
Gastos Bancarios	-4.800		-100	-100	-100
IIBB	-108.268				
IVA a pagar	-522.323	-1.221	-150.969	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-26.291	-5.867	-4.391	-8	-8
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.763.117</b>	<b>-12.904</b>	<b>-887.250</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>1.404.215</b>	<b>959.096</b>	<b>-887.250</b>	<b>-1.135</b>	<b>-1.138</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>		<b>959.096</b>	<b>71.846</b>	<b>70.711</b>	<b>69.573</b>

<b>RESULTADO NEGOCIO</b>	<b>USD</b>	<b>1.404.215</b>
<b>RESULTADO POR APORTANTE</b>	<b>USD</b>	<b>7.801</b>
<b>APORTE INICIAL</b>	<b>USD</b>	<b>5.400</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>USD</b>	<b>2.401</b>
<b>RENTABILIDAD TOTAL</b>	<b>USD</b>	<b>44,5%</b>
<b>RENTABILIDAD ANUAL</b>	<b>USD</b>	<b>11,1%</b>
<b>PERIODO DE RECUPERO</b>		<b>48 meses</b>
<b>VAN</b>	<b>USD</b>	<b>1.531,3</b>
<b>TIR</b>	<b>USD</b>	<b>9,6%</b>

CONCEPTO	4	5	6	7	8	9
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	174	171	168	165	162	160
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>174</b>	<b>171</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>162</b>	<b>160</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-8	-8	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.140</b>	<b>-1.143</b>	<b>-1.146</b>	<b>-1.149</b>	<b>-1.152</b>	<b>-1.155</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>68.433</b>	<b>67.290</b>	<b>66.144</b>	<b>64.995</b>	<b>63.843</b>	<b>62.688</b>

CONCEPTO	10	11	12	13	14	15
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	157	139	136	133	130	127
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>157</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>130</b>	<b>127</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-37	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.285</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.128</b>	<b>-1.175</b>	<b>-1.178</b>	<b>-1.181</b>	<b>-1.184</b>	<b>-1.187</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>55.560</b>	<b>54.385</b>	<b>53.207</b>	<b>52.026</b>	<b>50.842</b>	<b>49.655</b>

CONCEPTO	16	17	18	19	20	21
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	124	121	118	115	112	109
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>124</b>	<b>121</b>	<b>118</b>	<b>115</b>	<b>112</b>	<b>109</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-7	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.190</b>	<b>-1.193</b>	<b>-1.196</b>	<b>-1.199</b>	<b>-1.202</b>	<b>-1.205</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>48.465</b>	<b>47.272</b>	<b>46.076</b>	<b>44.877</b>	<b>43.676</b>	<b>42.471</b>

CONCEPTO	22	23	24	25	26	27
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	106	88	85	82	79	76
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>106</b>	<b>88</b>	<b>85</b>	<b>82</b>	<b>79</b>	<b>76</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-37	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.284</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.178</b>	<b>-1.226</b>	<b>-1.229</b>	<b>-1.232</b>	<b>-1.235</b>	<b>-1.238</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>35.293</b>	<b>34.067</b>	<b>32.838</b>	<b>31.607</b>	<b>30.372</b>	<b>29.134</b>



CONCEPTO	28	29	30	31	32	33
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades						
Rendimiento FCI	73	70	67	64	60	57
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>73</b>	<b>70</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>57</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable						
Expensas						
Comisión Inmobiliaria x venta						
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB						
IVA a pagar	-227	-227	-227	-227	-227	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-7	-7	-7	-7	-7	-7
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>	<b>-1.314</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-1.241</b>	<b>-1.244</b>	<b>-1.247</b>	<b>-1.250</b>	<b>-1.253</b>	<b>-1.256</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>27.893</b>	<b>26.649</b>	<b>25.402</b>	<b>24.152</b>	<b>22.899</b>	<b>21.643</b>

CONCEPTO	34	35	36	37	38	39
<b>INGRESOS</b>						
Fondeo inicial						
Venta de unidades					541.338	
Rendimiento FCI	54	36	33	30	24	1.263
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>54</b>	<b>36</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>541.362</b>	<b>1.263</b>
<b>EGRESOS</b>						
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio						
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso						
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso						
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso						
Compra de unidades						
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable	-4.910					
Expensas				-842	-842	-632
Comisión Inmobiliaria x venta					-10.827	
Honorarios Escribanía						
Impuesto de Sellos						
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI						
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta						
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB					-27.067	
IVA a pagar	-1.258	-227	-227	-227	-2.500	-227
Impuesto a los Débitos y Créditos	-36	-7	-7	-12	-3.487	-18
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-7.284</b>	<b>-1.313</b>	<b>-1.313</b>	<b>-2.161</b>	<b>-45.803</b>	<b>-1.956</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-7.230</b>	<b>-1.277</b>	<b>-1.281</b>	<b>-2.131</b>	<b>495.559</b>	<b>-693</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>14.412</b>	<b>13.135</b>	<b>11.854</b>	<b>9.723</b>	<b>505.282</b>	<b>504.589</b>

CONCEPTO	40	41	42	43	44
<b>INGRESOS</b>					
Fondeo inicial					
Venta de unidades		541.338			541.338
Rendimiento FCI	1.261	1.260	2.502	2.504	2.506
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>1.261</b>	<b>542.597</b>	<b>2.502</b>	<b>2.504</b>	<b>543.843</b>
<b>EGRESOS</b>					
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio					
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso					
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso					
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso					
Compra de unidades					
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable					
Expensas	-632	-632	-421	-421	-421
Comisión Inmobiliaria x venta		-10.827			-10.827
Honorarios Escribanía					
Impuesto de Sellos					
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI					
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta					
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100	-100
IIBB		-27.067			-27.067
IVA a pagar	-227	-2.500	-227	-227	-2.500
Impuesto a los Débitos y Créditos	-18	-3.493	-24	-24	-3.499
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-1.956</b>	<b>-45.599</b>	<b>-1.752</b>	<b>-1.752</b>	<b>-45.395</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-695</b>	<b>496.998</b>	<b>750</b>	<b>752</b>	<b>498.449</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>503.894</b>	<b>1.000.893</b>	<b>1.001.643</b>	<b>1.002.395</b>	<b>1.500.844</b>

CONCEPTO	45	46	47	48
<b>INGRESOS</b>				
Fondeo inicial				
Venta de unidades			541.338	
Rendimiento FCI	3.752	3.248	3.237	4.486
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>3.752</b>	<b>3.248</b>	<b>544.575</b>	<b>4.486</b>
<b>EGRESOS</b>				
Honorarios CFC SA por estructuración previa a inicio				
Honorarios CFC SA por liquidación del Fideicomiso				-500
Asesoramiento Legal Constitución Fideicomiso				
Honorarios Legales por Constitución Fideicomiso				
Compra de unidades				
Honorarios mensuales CF Cordobesa SA	-500	-500	-500	-500
Honorarios mensuales Estudio Contable	-480	-480	-480	-480
Honorarios por Balance Estudio Contable		-4.910		
Expensas	-211	-211	-211	
Comisión Inmobiliaria x venta			-10.827	
Honorarios Escribanía				
Impuesto de Sellos				
Ganancia Gestor inmobiliario por FCI				-14.991
Ganancia Gestor inmobiliario por objetivo de venta				-233.858
Gastos Bancarios	-100	-100	-100	-100
IIBB			-27.067	
IVA a pagar	-204.175	-1.258	-2.500	-142.533
Impuesto a los Débitos y Créditos	-30	-57	-3.503	-1.529
<b>TOTAL EGRESOS</b>	<b>-205.496</b>	<b>-7.515</b>	<b>-45.187</b>	<b>-394.491</b>
<b>RESULTADO</b>	<b>-201.743</b>	<b>-4.267</b>	<b>499.387</b>	<b>-390.006</b>
<b>RESULTADO ACUMULADO</b>	<b>1.299.101</b>	<b>1.294.833</b>	<b>1.794.221</b>	<b>1.404.215</b>